全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Mc Graw Hill

《巴菲特致股东的信》编者对巴菲特理念的深入解读
价值投资的经典著作

向格雷厄姆学思考 向巴菲特学投资

How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett

华章经典·金融投资

Lawrence A. Cunningham

〔美〕劳伦斯 A. 坎宁安 著

闾佳 侯君 译

Lawrence A. Cunningham



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货



向格雷厄姆学思考 向巴菲特学投资

How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett

华章经典·金融投资

Lawrence A. Cunningham

〔美〕劳伦斯 A. 坎宁安 著

闾佳 侯君 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货
理想藏书55188

Lawrence A. Cunningham. How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett.
ISBN 0-07-140939-4

Copyright © 2001 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2011 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of the Singapore Branch of The McGraw-Hill Companies, Inc. and China Machine Press.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳－希尔教育（亚洲）出版公司合作出版。

版权 © 2011 由麦格劳－希尔教育（亚洲）出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）销售。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-5012

图书在版编目（CIP）数据

向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资/（美）坎宁安（Cunningham, L. A.）著；间佳，侯君译. —北京：机械工业出版社，2011.1
（华章经典·金融投资）
书名原文：How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett

ISBN 978-7-111-32872-8

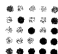
Ⅰ. 向…　Ⅱ. ①坎…　②间…　③侯…　Ⅲ. 投资－经验－美国　Ⅳ. F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 254314 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号　邮政编码　100037）
责任编辑：胡智辉　　版式设计：刘永青
北京京师印务有限公司印刷
2011 年 1 月第 1 版第 1 次印刷
170mm×242mm · 16.5 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-32872-8
定价：38.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：(010) 88379210；88361066
购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259
投稿热线：(010) 88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前 言

Preface

Q 文化

常识是投资和企业管理的核心环节。然而，吊诡的是，“常识”又是那么难得。举例来说，人们常说某只股票或市场总体水平被“价值低估”了或被“价值高估”了。但这其实是一句空话。不管是单只股票，还是以市场指数形式表现的所有股票的总和，本身都是有内在价值的。这个内在价值，是指该个股或指数未来能产生的所有现金流折成的现值。

估计现金流的大小和现值是非常困难的，但这才是价值的定义所在，不管人们的希望和猜测是多少，它都是一样的。希望和猜测的结果——有时候是分析的产物，但大多数时候都不是——是股票的价格或市场的水平。故此，在涉及个股或市场指数的时候，更准确的说法应该是“定价过高”或“定价过低”，而不是“价值高估”或“价值低估”。

价格会极大地偏离潜在价值，这一看法属于常识，但它与普遍存在的认识有些矛盾。就以纳斯达克主要的市场指数“纳斯达克100”（Nasdaq 100：QQQ）做例子吧。美国证券交易委员会的营销天才们选择3个“Q”来代表它，因为“Q”本身是个很酷、品牌意味很强的字母。然而，“纳斯达克”本身有5个字母可选（N、A、S、D、Q），他们偏偏选中了代表“报价”（Quotation）的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“Q”，不经意中反映出这个创立于1999年年中的典型新经济指数，具有一种受报价所驱使的文化。

在狂热的当代股市当中，股票的报价一直都是人们关注的焦点。因为股票的买家和卖家对报价单背后的企业一点儿概念也没有，可它的价格却明明白白地摆在眼前。着迷于报价，使得人们放弃了分析，只看重周遭的态度；放弃了思考，只听命于本能，是以目光分外短浅。报价是短线炒家每日例行的功课，它塑造出一种赌场式的文化：人在无理性冲动的驱使下，光顾着赶紧行动，却忽视了有质量的思考。用“QQQ”来代表这个股市历史上最具波动性的市场指数，恰如其分。

在Q文化里，常识变成了“常见的荒唐认识”，价格成了万事万物的基础，企业价值靠边站了。Q交易者（Q trader）认为价格就是一切。明智的投资者懂得什么是价值。他首先看重价值，再将价值与价格相比较，看看投资是否有望带来良好的回报。这样的眼光，要求投资者成为企业分析师（business analyst），而不是市场分析师、证券分析师，自然更不是Q交易者。

本书旨在灌输一套企业分析的心态，用以矫正Q文化。它探讨了各类选股工具，点明了斟酌市场、价格、企业及管理者时要考虑的关键领域。它树立了一座常识的框架，来填补当今市场存在巨大的价值虚空。

本书首先向读者解释，为什么像市场分析师那样操作，依仗市场来透露价值（其实市场只能揭示价格）的做法是错误的。接下来，它列举了思考绩效和价值的工具，同时提醒读者当心：受到扭曲的财务信息会给人造成误导。相应地，它认为理性投资的基本要素是评估企业管理层（尤其是首席执行官和董事们）可信度的常识能力。

企业分析投资法打破了Q文化主流投资思路造就的不少神话（当然，放眼历史，这些神话也并不仅限于Q文化）。举个例子，从企业分析的观点来看，区分所谓的“成长型投资”和“价值型投资”（或“成长型股票”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与“价值型股票”）是错误的。诚然，有些企业收入增长势头可能比其他企业更好，但这种增长速度只不过是价值的一个构成要素，故此，上述源自20世纪70年代初、日后愈发成为惯例的区分是不具分析价值的。

另一方面，企业分析法强调了价值与投机（或赌博）的关键区别。所有的投资都有风险，从某种意义上来说，的确可以说有一定的投机成分在内。然而，明智的投资要求合理地确定价值，并将之与价格进行比较。

人们购买自己一无所知的新上市公司或互联网新企业的股票，或是买股票前不先读一下企业年报，不知道要从年报中寻找哪些信息，就是投机和赌博的典型例子。你当然听说过很多赌博成功的故事，但在它们背后，藏着更多失败的故事，只不过你不知道罢了。正如《华尔街日报》新近说的一句俏皮话：从没听说有哪个连襟会向你吹嘘他在股市里亏了多少钱的。

20世纪眼光最精准的投资思想家兼商学院教师，本杰明·格雷厄姆创造出了一位虚构的“市场先生”，用以强调要把企业分析当成重点，而不是市场分析。资本市场中价格与价值是相背离的，因为市场本身具有狂躁型抑郁症的特点，大多数时候不是过分乐观，就是过分悲观。而流行的看法认为市场能有效又准确地为证券定出价格，可惜这是一种错误认识。

等你知道身为企业分析师该怎么看待问题以后，接下来就是搞清楚到哪里去看。这里的核心要点是确立你的能力范围（circle of competence）。能力范围的概念由20世纪最成功的投资家兼商业教育家沃伦·巴菲特提出。它是根据你对公司产品和经营背景的理解力来定义的。不同的投资者有不同的能力范围。所有的投资者都必须解决以下挑战：利用当前和过去的信息预测企业将来的绩效。

对大多数人来说，对于那些已经成立了很长时间，经历了多轮商业周期循环、面对过经济衰退考验的企业，要做到这一点比较容易。在这类企业中，有不少历史悠久、堪称典范的例子——有着强有力全球化产品和市场地位的老牌公司，比如宝洁、通用电气、可口可乐和迪士尼公司。有些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业能长久健康地发展下去，另一些则会败给竞争者（正如通用电气打败了西屋电气，沃尔玛打败了西尔斯·罗巴克）。判断谁是赢家谁是输家的能力因人而异，因为每个人在评估这些公司时资质不同。要理解这些类型不同的企业，必须掌握不同的技能。

对那些经营时间并不太长的较新企业，投资者评估其将来绩效的能力也有高下之分。这类企业可称为“优质企业”，它们已经成立了一段时间，但其经营领域，属于一些高速发展的新兴动荡产业，思科、英特尔或微软即属此列。它们的历史较短，对很多人来说也更难于理解。但有些人能够很好地理解它们，也能够对其将来的发展潜力做出明智的判断。

和经典企业一样，优质企业里也同样有百战不倒的战士，有不幸掉了队的弱者。以个人电脑行业为例，1990～1999 年间，新创企业戴尔建立了一套超赚钱的电脑直销模式，销售量和利润都涨势惊人，康柏紧随其后，也干得不错，Tandy 和苹果落在后面。而同期还有更多蹒跚难行的弱者饱受业务衰退之痛，如 AST、Digital、Atari、Tulip、Commodore 和 Kaypro 等。

第三类公司叫“新丁”——企业是全新成立的，甚至从事的产业也是全新的，全无历史背景可跟踪。这些企业走在时代前沿，就类似早前的钢铁产业、汽车产业、稍后的塑料产业，还有世纪之交的互联网产业。此类企业里除了最早采取动作的闯将（比如 20 世纪 90 年代互联网行业里的“雅虎”和“美国在线”），其他的根本没有值得一谈的经济经历。

即便如此，仍有一些投资者利用现有工具，对这些新丁的前景做出了明智的预测。2000 年，时代－华纳公司和美国在线联姻，前者的高层管理者自信满满地认为自己有这个能力。他们的判断是否成立，尚有待时间检验。但毫无疑问，有些公司只会昙花一现，另一些则能后来居上，跻身优质战士的行列，最终升华成老而弥坚的经典。说到底，每一家公司都是从新丁干起的。

故此，能力范围的核心特点在于它必须根据不同的人量体裁衣。这并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不意味着明智的投资者就要避开那些难于理解或飞速变化的企业。恰恰相反，倘若投资者具备相应的能力，下苦功夫去理解别人眼里难于理解的东西，比别人更准确地判断一家企业及其所属行业的发展，显然就具备了决定性的优势。即便如此，每个投资者仍然需要一步一步地搞清楚自己的能力范围是什么，哪些东西不在自己的能力范围之内，如此方能做出明智投资所要求的准确判断。

接下来要弄明白，在能力范围内，你要寻找的是什么。主要的问题在于，你对一家企业长期经济特点的评估准确度有多高。判断“新丁”企业，强烈的自信是必需的，优质企业次之，经典企业最少。但不管是对哪类企业，评估它们的长期业绩特征都至为关键。

要获得必要的评估自信，只需要问几个定量问题就行了。在本书的第二部分，你将看到，企业的财务报表能帮助你回答以下三个问题：

- 债务到期时，企业还清债务的可能性有多大?
- 管理层将这家企业经营得好不好?
- 企业的价值是多少?

只要对若干关键的财务比率有着基本的熟悉度，就能以足够的自信精确解答上述问题。这些财务比率是与运营资本和负债、库存管理及其他短期资本、权益回报率，以及未来利润前景等相关的。

正如每个投资者的能力范围互不相同，不同的人对这些财务特点的评估也是不一样的。归根结底，企业的价值是它在未来为所有者创造的所有现金的现值。既然没有谁能准确地预料未来，要想得出上述数字，就必须掌握合适的工具集，并有着良好的判断力。

凭借这些工具，并在你能力范围内进行选择，你能够判断出进行价值评估需要多少证据，以及需要哪一类证据。但由于没有哪一种单一的工具能准确判断企业价值，明智的投资者必须观察格雷厄姆和巴菲特的谨慎投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资关键原则：在你付出的价格和获得的价值之间找出一个安全的边际。

在尝试解答所有这些问题的时候，你必须带着审慎的怀疑态度来看待财务报表里的数字。财会惯例和判断有可能歪曲企业的现实情况。举例来说，与库存和应收账款相关的会计准则会歪曲运营资本的数据。一些过时或非竞争性固定资产，其实际残余价值恐怕比报告里的数字要低。

另一方面，有些资产的价值，在资产负债表里可能会被低估（比如天然气公司的储备量和土地价值）。此外，与环境问题、员工退休后健康福利、管理层股票期权等相关的表外负债项目，也应当纳入财报数字的调整范畴。你不必知道每一个细节，但一定程度的理解是必需的，只要稍做努力，培养出企业分析的思维方式，自然就具备了这种理解能力。

在对企业长期特征做评估的时候，准确性的问题还与以下这一点挂钩：说到将企业利润回馈给股东，你对管理层这么做有多大的把握？诚然，不管评估什么投资，最重要的影响因素仍然是蓬勃向上的整体经济态势。尽管一流的管理层也很难抵挡恶劣的经济环境，可糟糕的管理层必定会伤害良好的企业（不过，糟糕的管理层想要破坏一家杰出的企业，就有点难度了）。

管理层的实际情况，加上市场机能不健全、财务数字不可靠，这三者要求投资者还需看重企业分析的定性维度。这里面最重要的，是那些能反映企业有着以所有者为导向的性质。

以所有者为导向，并不是要求企业管理者像法律那样遵守它，或是当成惯例来实践它。具备所有者导向，也不光靠制定某些企业规章制度，比如拥有大量的外部董事，把 CEO 和董事长的职能分开。故此，对管理者的关注，就是对其信赖度的关注。

估计企业管理者的可信赖度，和评估未来女婿的可信赖度差不多。它是一种常识——当然，这又是一种稀罕但能掌握的思维方式。说到企业管理者，洞悉其可信赖度的渠道，包括企业的过往记录，以及其跟股东沟通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的素质——尤其是 CEO 每年写给股东的公开信。本书最后一章列举了运用这门艺术的一些例子，如杰克·韦尔奇（通用电气前 CEO）、迈克尔·艾斯纳（迪士尼前 CEO）和已故的罗伯特·戈伊苏埃塔（可口可乐公司前 CEO）。

俗话说的“注意你的 P 和 Q”[⊖]并不是指“价格”（price）和“报价”（quote），而是指常识。在投资领域，这意味着掌握基本的财务、会计和管理情况，观察以下现象的发生：

- 有效市场理论在 4/5 的时候都是成立的，投资者可以利用剩下 1/5 的机会。
- 财务分析的传统工具仍然是投资者最好的朋友，但盈余管理和会计操纵是投资者最可怕的敌人。
- 明智的投资者尤其看重管理者是什么人、他们是否值得信赖。

注意 P 和 Q，并不需要做海量的工作，但它的确要求具备大量的常识，来抵挡“Q”狂热。

常识这服解药，能带你进入更安全、更成功的“V 文化”世界。V 文化的创业祖师格雷厄姆，本身就是个成功的实践者。格雷厄姆最杰出的学生和实践者沃伦·巴菲特，同样是位导师。所有的好学生都会听从老师的指导，并在应用中将之发扬光大。巴菲特并不例外，格雷厄姆其他的门徒同样如此，他们汲取祖师的核心教诲，并将之成功地扩展到多个领域。

当然这里也存在一些值得说一下的微妙区别。巴菲特不打折扣地保留了格雷厄姆企业分析思维方式的核心概念，关注价格和价值之间的区别，坚持在投资时保留充分的安全边际。但在实际应用中两人有一些细微的区

⊖ Minding your Ps and Qs，意为谨言慎行。这个说法有一种来历，小学生刚学写字时容易分不清小写的‘p’和‘q’，因为这两个字母不但顺序相邻，而且拼写相似，所以老师会用这句话来提醒大家。——译者注

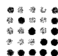
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别，基本上仅限于下面几点：巴菲特在投资中更加关注管理者的重要性，对格雷厄姆钟爱的购买便宜货的做法不太热衷；他比格雷厄姆更看重无形资产的价值。但这些区别并未掩盖两人的共同点，而是反映了两人在深层次上恪守的一致原则：投资中独立判断的重要性。

格雷厄姆其他的门徒选择了其他不同的方式来应用其主要概念——有的人尽量多元化地分散投资，另一些人则强调集中化，也有人更多地关注企业内在本质，还有一些人对此关注得较少。本书不揣冒昧，对格雷厄姆提出的概念以及巴菲特对其的进一步扩展和应用做了阐释。它具体针对当今投资环境做了深入说明。当今的投资环境，格雷厄姆并不熟悉，而巴菲特又只能在每年相对公式化的股东公开信里有限度地涉及。

不管在什么时代，企业分析思维方式的基础，都是价格和价值的区分，以及安全边际原则，它们是 V 文化的牢固锚点。我很荣幸能为它鼓与呼，但真正的大师永远是格雷厄姆和巴菲特。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目　录

Contents

前言：Q 文化

第一部分

两个市场的传说 / 1

第 1 章　市场先生的躁郁症 / 2

波动、泡沫和崩盘 / 4

异常现象 / 10

一大群猴子 / 11

第 2 章　服用百忧解的市场 / 16

缘起 / 16

简单性 / 18

完全竞争市场之梦 / 22

相关理论概况 / 28

第 3 章　混乱的市场 / 33

新浪潮 / 33

又一波新浪潮 / 36

复杂性 / 46

行为金融学 / 47

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章 波动性的增强 / 50

信息波动性 / 51

交易波动性 / 58

交易者的波动性 / 62

病状预断 / 66

第 5 章 抓住 20% / 68

谁来负责 / 69

坚持到底 / 71

炼金术 / 81

长期 / 86

第二部分

给我看看钱在哪儿 / 89

第 6 章 苹果树和经验 / 90

愚人与智者 / 90

基本常识 / 100

第 7 章 你的能力范围 / 104

初始范围 / 105

能力范围的培养 / 108

全面的能力范围 / 113

做决策 / 116

第 8 章 辨识成功 / 118

企业燃料 / 119

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显微镜下的管理者 / 123
少花钱多办事 / 127
完整的工具箱 / 130

第 9 章 该你做主 / 132
资产 / 133
收益 / 137
灵丹妙药和安全边际 / 141
现金 / 143
市场循环 / 144

第 10 章 摆弄数字 / 151
讽刺作品 / 155
财务谜语 / 160
小结 / 165

第三部分
信任经理人 / 167

第 11 章 放眼世界 / 168
两个世界的故事 / 169
义务的误读 / 173
世界大同 / 176

第 12 章 规则和信任 / 186
家族企业管理 / 187
局部治理 / 188
综合治理 / 192

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会议上的发言权 / 195

第 13 章 工作中的董事 / 197

向 CEO 致敬 / 198

薪酬 / 199

交易 / 203

资金 / 206

审核 / 209

第 14 章 炉火边的 CEO / 212

大师级经理人 / 212

行动 / 214

初露锋芒 / 221

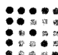
信任 / 226

结论：胜利的文化 / 233

致谢 / 235

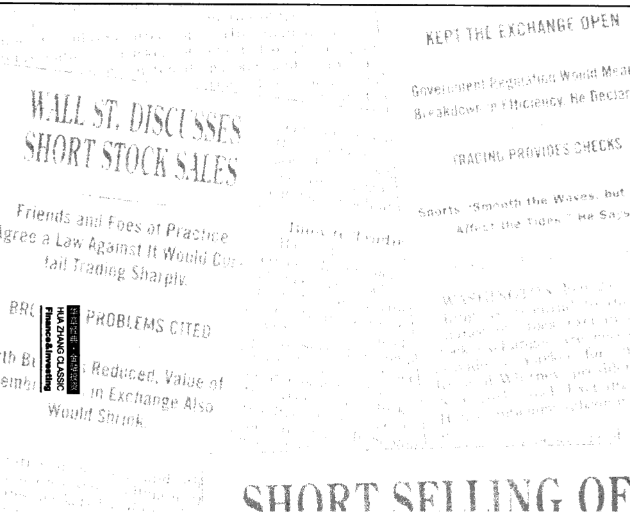
注释 / 237

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分
Part 1

两个市场的传说



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章
Chapter1

市场先生的躁郁症

有这样一位病人，他患有典型的躁郁症（也叫双相情感障碍），喜怒无常。他会连续疯狂地花上好几个月的钱，买他根本不需要的东西。在心情愉快的时候，他话多健谈，充满创意，但颠三倒四、前言不搭后语。他能凭借魅力叫你买下布鲁克林大桥。可突然之间，他的情绪立刻变了，进入了长达数个月之久的黑暗抑郁状态，最微不足道的麻烦事儿——比如小小的坏消息，不尽如人意的结果——都能让他勃然大怒。

根据专家们的观察，这种病情或许是遗传而来，由天生的化学物质引起。此类化学物影响心情、食欲，造成痛苦的感觉，反过来，这又令他体重忽上忽下。病人有可依靠的安全网，如政府的支持，以及类似情绪稳定剂等政府认可的治疗方式。但他对自己的病一味否认，愤怒又多疑，有时还不吃药，结果导致心情出现更猛烈的高低起伏。

显然，我说的这个“病人”就是股市。它忽而陷入无理性的恐惧，忽而又呈现无理性的贪婪。它兴起时，引得大量的资金注入；它萧条时，这些资金又果断撤出。它像马戏团里踩弹簧高跷的小丑一样高高跃起，编造着不费力气就挣大钱的狂野神话。紧接着，它就变脸了，大多数时候，只要听到这家或那家公司每股仅差了几分钱没达到盈利预期，它会像铅锤一样直线下降，纠正之前的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对市场行为有着准确认识的思考者认为这是不治之症，市场总是倾向于大发一笔，接着大亏一笔，这跟企业或经济的实际情况毫无关联。不过，像证券交易委员会这类政府机构，以及像纽约证券交易所这类私立组织，碰到股市有可能出现阵发性不景气（廉价抛售）时，会启用“断路器”关闭股市，或提高保证金账户的要求，尤其是对短线炒家。

但目前而言，并没有什么根治方法。按格雷厄姆的说法，市场先生拒不承认自己患了躁郁症。[1]相反，有无数的研究吹捧它是多么的“理性”。数不清的谈话和出版物说它“高效”。此外还有车载斗量的“测试版图书”正在编撰，认为它的波动简单而准确地向投资者说明了股票的风险。此外还有人推销简短扼要的多元化投资组合，说什么面对这一“高效体制”表现出来的“理性风险”，它能将之减少到最低程度。如果拒不承认“病人”有病，自然也没办法治疗了。

让我们把格雷厄姆对市场先生的诊断说得更深入些。有一种名为“立克次氏体”㊀的有害微生物，能引起诸如“斑疹伤寒”等疾病。“斑疹伤寒症”（typhus）这个词来自希腊语“stupor”，指的是一种意识混乱的麻木状态。斑疹伤寒症以阵发性抑郁和精神亢奋为特点。它通过吸血寄生的蜱虫传播。这种寄生虫还会传播一种名叫“Q 热”的类似疾病。

为了避免 Q 热，到有蜱虫出没的森林探险，可要做好准备。少不得戴上帽子、手套，穿长袖衬衫和长裤。要是被咬了，谨慎的森林居民会用镊子取出寄生虫，用酒精、冰块和炉甘石洗剂冲洗创口。这些人能存活下来，享受森林的美妙光景。

只有傻瓜才会光着膀子钻进满是蜱虫的树林，把皮肤，甚至脑袋暴露在外面。等他们发现被虫子咬了，便会在恐惧的驱使下做出不合理的行动，比如把蜱虫烧掉，而不是将它们从肉里挤出来。冒失的探险者们继续兴高采烈地在森林里探险，浑然不知自己感染了 Q 热——直到间歇性地爆

㊀ 根据发现者理查德·立克次医生（Dr. Howard T. Ricketts，1871-1910）命名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发抑郁和狂躁。

在股市丛林，报价蜱虫也会以相同的方式感染毫无准备的傻瓜。迷恋报价的交易者散播着Q热疫情，给市场先生的躁郁症火上浇油。

闯入股市冒险，要像到森林徒步一样保护好自己：全副武装地跟传染Q热、吞噬财富的价格蜱虫做斗争。格雷厄姆和巴菲特都描述了跟市场先生打交道的相同方法。他们指出，不承认它的症状、不诊断它的病情，是愚蠢的行为；不加防护就跑进去折腾，让自己置身于感染源之下，也同样愚蠢。要反过来，让市场先生为我所用。

不管是格雷厄姆的市场先生还是上述Q热的比喻，都不涉及市场参与者的心理状态。独立行事的理性人照样会带来非理性的市场结果。许多投资者只是遵循专家或大多数意见罢了。随大流似乎够理性、够明智——直到人群径直跌下悬崖。

波动、泡沫和崩盘

价格蜱虫带来的反复无常，让当今股市饱受病痛之苦。动量交易者和不停更换投资领域的炒家，既是Q热的受害者，也是传播源。按小弗雷德·施韦德（Fred Schwed）在经典作品《客户的游艇在哪里》⊖里的讽刺说法（他说的是人总有一种幻觉，认为能找到可以预测的模式），等人群开始遵循“不可磨灭的明显趋势”，Q热就变成流行病了。[2]

较之过去几十年，如今投机肆虐，价格大幅波动的速度成倍增加。市场波动与真假可用信息成比例增加。上涨之前入手，下跌之前出手，这成了短线炒家的口头禅，它不仅揭示了市场先生的存在，还揭示了它有成千上万的共谋者撑腰。

贯穿有组织市场交易的历史，股票价格水平像过山车一样暴涨暴跌的

⊖ 本书主要介绍华尔街金融机构的狡黠和贪婪，以及投资者如何进行自我保护，其中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例子多不胜数。这些暴涨暴跌，亦带动重要的指数上下起伏。20 世纪 90 年代末到 21 世纪初冒出了一种完全不同的轨迹：道琼斯指数里的顶尖产业公司走一条路，纳斯达克指数里高科技或新兴企业走另一条路。

泡沫新经济的信徒哄抬新股和科技股（较之这些公司可怜巴巴甚至是负收益，其股票价格高到了离谱的水平），远离持续产生稳定收益的乏味旧经济股票。等这一波热潮退却，道琼斯指数飙升，纳斯达克狂跌。可紧接着，一个渐渐恢复元气，另一个又跌个不停。面对如此疯狂的世界，只有一个合适的形容词：乱七八糟。

然而，任何想为上述颠三倒四的模式找点什么深层逻辑的人，看看 2000 年 4 月 14 日那天的情况就可以省省力了。那天，两大指数都猛烈跳水，道指跌了 6%，纳指跌了 10%。接下来的一个交易日，它们双双反弹，道指攀升了 3%，纳指回调 6.6%（再之后的一天，又来了一轮猛涨，前者涨了将近 2%，后者涨幅超过 7%）。

没有什么深层的逻辑能解释这样的紊乱或价格偏差，你真正能够断言的是：这就是市场先生寻常（或不寻常）的样子。这些数据有多么靠不住，还可以来看看 2000 年第一季度，纳指连续 4 次跌了 10% 以上，此后又回回反弹。光是 2000 年 4 月，它就经历了有史以来两次幅度最大的猛涨，之后又是三次幅度最大的跳水。20 世纪 90 年代末和 21 世纪初，道指猛跌也是同样的稀松平常事，跌幅超过 3% 的次数可见表 1-1。

表 1-1 道指猛跌

日期	收盘价	下跌点数	跌幅（%）
1997 年 10 月 27 日	7 161.15	-554.26	-7.18
1998 年 8 月 4 日	8 487.31	-299.43	-3.41
1998 年 8 月 27 日	8 165.99	-357.36	-4.19
1998 年 8 月 31 日	7 539.07	-512.61	-6.37
2000 年 1 月 4 日	10 997.93	-359.58	-3.17
2000 年 3 月 7 日	9 796.03	-374.47	-3.68

1998 年 8 月，道指跌得尤其惨痛：该年度的道指收益就在这一轮猛跌里烟消云散了。2000 年 3 月的猛跌也同样惨烈：把道指一举打回了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年前的水平。

如果你喜欢把焦点放在市场先生的狂喜症上，那不妨来看看 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初道指猛涨 3% 的次数（见表 1-2）。

表 1-2 道指猛涨

日期	收盘价	上涨点数	涨幅（%）
1997 年 9 月 2 日	7 879.78	257.36	3.38
1997 年 10 月 28 日	7 498.32	337.17	4.71
1998 年 9 月 1 日	7 827.43	288.36	3.82
1998 年 9 月 8 日	8 020.78	380.53	4.98
1998 年 9 月 23 日	8 154.41	257.21	3.26
1998 年 10 月 15 日	8 299.36	330.58	4.15
2000 年 3 月 15 日	10 131.41	320.17	3.26
2000 年 3 月 16 日	10 630.60	499.19	4.93

涨跌幅度这么大也就算了，再来看看上述道指涨跌所间隔的时间。上述图表展示了前脚跟后脚的两次大逆转：1997 年 10 月 27 日，道指狂跌 7.18%，次日就猛涨了 4.71%；1998 年 8 月 31 日，狂跌 6.37%，次日又猛涨 3.82%。1998 年 8 月出现 3 轮狂跌，紧接着，9 月就来了 3 轮猛涨；2000 年 3 月 7 日猛跌过后，同年 3 月 15 日、16 日又出现两次猛涨。说这种连续的猛涨猛跌是投资者根据企业基本信息的变化所采取的理性而有效的行动，实在很难叫人相信吧。

除了 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初道指和纳指的狂涨猛跌，不妨再回想一下市场先生在华尔街上最为戏剧性的一次表演：1987 年的大崩盘。道指在一天之内就蒸发了 22.6%，一个月内下跌了 33%。1987 年的崩盘并不仅限于道琼斯指数里的 30 只普通股，而是世界性的大跌。纽约证券交易所、伦敦证券交易所、东京证券交易所，全都没有逃过这一劫。

如果股票的市场价格真的遵从日益流行的“有效市场”理论（efficient market theory，EMT），准确地反映了企业价值的信息，那么，就需要有与本次大跌相对应的企业价值发生重大变化的信息出现。许多人想用 1987 年 10 月中旬出现的一系列事件的理性反应来解释这一现象，这些事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件包括：

- 1987年9月4日，美国联邦储备委员会提高了贴现率。
- 1987年10月13日，众议院筹款委员会投票通过所得税立法，不再对企业融资债务减免利息。
- 1987年10月18日，财政部长詹姆斯·贝克（James Baker）公开表示有意将美元贬值。
- 按历史标准来看，市场价格已经很高了。[4]

一些专家把1987年的崩盘归咎于各种制度因素，包括程序控盘（program trading）和资产组合保险。这两种操作都会在价格下跌时，对大规模投资者的投资组合进行大量抛售。价格一下跌，上述程序抛售会把价格拉得更低。其他专家则把矛头对准了衍生证券等外来金融工具，它们的价值随利息和汇率等基准值的变化而波动。这些衍生工具大多是为了这类基准的风险和波动性而设计的，可一旦设计不当，就会加剧股票市场的价格波动。

但考虑到这次崩盘的全球性质，崩盘程度又是这么深，几乎没有谁能接受上述解释。大多数人也同意，其他时期发生的几轮股票价格剧烈变化，也很难找到合理的解释。1929年的崩盘，1989年的股灾，以及20世纪90年代和世纪之交时候的一般性波动，都是这样。市场的狂乱，是无法用有效市场理论来解释的，它是一系列复杂因素的产物，外加企业价值等基本信息的实际变化所致。

放眼金融史，此类市场狂乱并非孤立存在，自然也不是什么稀罕情形。恰恰相反，市场泡沫——也即价格高于价值——出现得十分频繁。1959～1961年就出现过技术股泡沫；20世纪60年代末70年代初，所谓的“漂亮50”㊀股票出现过一波泡沫；1978年有过赌博性股市泡沫；20

㊀ Nifty Fifty，指当时在纽约证券交易所交易的50只备受追捧的大盘股。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪 70 年代末石油和能源股出现过泡沫；1986 ~ 1987 年风行的家庭购物泡沫；20 世纪 90 年代初的生物技术泡沫（2000 年初又风云再起）。所有这些泡沫，都跟 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初的互联网泡沫如出一辙。

2000 年年初，互联网部门的市场资本总额是 1 万亿美元，销售额为 3 000 亿美元，亏损额为 30 亿美元[5]。1999 年，数十只网络概念股首次公开发行，好些都属于赚钱企业不可能超过三五家的同种行业。比方说，这些首次公开发行的网络股里有 17 家跟医疗保健相关的公司，7 家 C2C 电子商务公司，6 家音乐发行公司，5 家招聘猎头公司，3 家旅行社。听起来简直像是购物狂欢、商机不断的“圣诞节前 12 天”。

对技术创新的狂热驱使这些资金入市，从前的多轮市场泡沫里也存在同样的狂热。20 世纪 60 年代的技术股泡沫源自彩色电视机和商用喷气式飞机的创新。它带动电气企业，以及凡是名字以“tron”或“onics”㊀结尾的企业的 IPO 热潮，跟 1999 年的“. com”热潮完全一样。[6]在高价股票的推动下，这两个时期都涌动起了收购狂潮，许多企业帝国都是这么产生的。所有人都在谈论“全新的历史阶段”：20 世纪 60 年代的那一次叫“新范式”；20 世纪 90 年代末、21 世纪初的那一次叫“新经济”。不过，正如沃伦·巴菲特援引经济学家赫布·斯坦（Herb Stein）的说法：“倘若一样东西不能持久，那就会终结。”[7]

互联网泡沫可能不会像 20 世纪 60 年代的电子泡沫一样戛然而止。相反，它恐怕会走 20 世纪 80 年代日本股市泡沫的那条路。贯穿 20 世纪 90 年代，日经指数的平均股价呈整体性逐渐萎缩，终于把泡沫挤了出去。两个时期存在一个共同点，一般来说，也是投机性泡沫最显著的一个特点：防御高价的新途径出现了。

20 世纪 80 年代的日本，股价的助推剂不是企业的收益或现金流，而是企业拥有的潜在资产的价值，那时候房地产投机正热火朝天，这类资产

㊀ 这两个词尾，均和电气行业相关。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值也飞速上涨。我们很快就会看到，世纪之交的美国，同样盛行此类点石成金的瘟疫。

这些例子只不过表明，美国股市里存在着情绪性驱动力，凡是人造就出来的市场都免不了会有这种情绪性驱动力。你不光可以在20世纪80年代的日本看到它的身影，也可以在一些躁郁症的经典案例里把它找出来：1630年前后的荷兰郁金香狂热，1720年前的英国南海泡沫，全都如此。在所有的这些案例中，最初购买的原因都可能站得住脚。荷兰郁金香价值很高，因为这种荷兰新花卉成了地位的象征。英国的南海公司得到了与西班牙进行垄断贸易的王室特许权，所以股票价值高。

但到这些交易里“插上一脚”的兴奋感失控了，越来越多的钱跑去抢购郁金香的期货合约，抢购南海公司的股票，投人的资金越多，就有越多的资金仿效——直到音乐骤停，恐慌降临。在荷兰，郁金香期货的价格高得连投机者都拿不出兑现采购权的钱来。在英国，南海公司没有从跟西班牙的贸易里赚到人人都渴望的庞大利润。

如果有效市场理论真的成立，那么，美国股市就成了全世界范围内，以及整个人类历史上最独一无二的市场。[8]让我们来看看市场评论家德拉维加（Joseph de la Vega）在17世纪末对当时的阿姆斯特丹证券交易所说的一番话。这段文字采用了一名商人和一名投资者的对话形式：

> 商人：这些证券交易所的人很蠢，情绪不稳定、精神失常，骄傲又愚昧。他们买入的时候不需要动机；卖出的时候也没什么理由。
>
> 投资者：他们很聪明呀。每当碰到有下跌趋势时股票却涨了，或大好的涨势里股票却跌了，他们可会编理由了。尤其值得一提的是，在这个赌博地狱里，有两种投机客。第一种人是牛市论者。第二种人是熊市论者。牛市论者类似什么也不怕的长颈鹿。他们热爱一切，赞美一切，夸大一切。不管是火灾还是意外事故带来的混乱，他们都不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以为然。反过来说，熊市论者则完全受恐惧、惊惶和紧张的控制。在他们口里，兔子给说成是大象，酒馆里发生的吵闹变成了叛乱，微弱的阴影似乎是混乱的象征。价格下跌不需要有个尽头，上涨的可能性也没有限制。故此，别让高得过分的价格吓着你。[9]

听起来挺耳熟？要不是出于傲慢和放肆的缘故，我们为什么应该相信美国股市在世界历史上是个独一无二的存在呢？

异常现象

除了波动、泡沫和崩盘，市场有效理论也无法解释市场价格如何运作的其他很多事情。大量无法解释的市场现象对市场有效理论提出了有力的驳斥证据，包括以下这些：

- 1 月效应（价格在 1 月往往会上涨）。
- 内幕效应（知情人士向证券和交易委员会披露购入消息后，相关股票的价格往往会上涨；而内幕人士披露的是卖出消息，则股票价格往往下跌）。
- 价值线效应（《价值线投资调查》上得分高的股票，其股价会高于市场平均水平）。
- 分析师效应（公司的股票，若跟踪的分析师较少，则其价格较高；跟踪的分析师较多，则价格往往较低）。
- 月度效应（月初和月底时股票价格大多会上涨）。
- 周末效应（股票价格往往在星期一较高，在星期五较低）。

还有一些更加奇特的相关性，包括裙边离地指标（若某一时期流行的裙子平均长度短，则股价上涨；裙子的平均长度加长，则股价下跌），超级杯效应（倘若超级杯的获胜队伍本来就是全美橄榄球大联盟的成员队，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则赛后股价趋于上涨；若不是，则股价趋于下降）。

支持市场有效理论的人把这样那样一些有违市场效率说的现象称为“异常”。有些异常现象会随着时间的流逝而消失。20 世纪 80 年代中期开始，1 月效应就渐渐消失了。这个时候，市场有效理论的支持者们兴高采烈，把它看成是市场有效的证据。然而，倘若你注意到这些逐渐消失的异常现象能存在好几十年（1 月效应就存在了 70 年），你会觉得这样的证据也真够奇怪的。

更怪异的是，不少杰出的选股人利用这些异常现象创造出了惊人的投资纪录。这样的人相当之多，而且还越来越多。格雷厄姆、沃伦·巴菲特、伯克希尔·哈撒韦公司副主席查理·芒格、约翰·梅纳德·凯恩斯、伯纳德·巴鲁克、杰拉尔德·勒布、先锋温莎基金（Vanguard Windsor Fund）的约翰·聂夫、马里奥·加贝利、大卫·谢弗、红杉基金的威廉·鲁恩和理查德·库尼夫、Tweedy Browne 环球价值基金的汤姆·科拿普、约翰·邓普顿、长叶松基金的梅森·霍金斯，等等。

一大群猴子

有没有这样的可能呢——就像有效市场理论的信徒们说的，所有这些都是反常现象，这些家伙们只是运气太好罢了？他们就像那只虚构出来的猴子一样，随机敲打键盘，就写出了整部《哈姆雷特》的剧本——这可信吗？就算你觉得有这样的可能，那么，你再来解释看看：这只虚构的猴子居然还接二连三地敲出正确的字句，打出了《罗密欧与朱丽叶》、《麦克白》、《李尔王》、《亨利四世》，以及莎士比亚几乎所有的经典剧本。哪怕理论上的确存在这样的可能性，这么一只著作等身的猴子（或者一群猴子）也实在太叫人觉得不可思议了。

“猴子说”承认，就跟生活的其他方面一样，幸运在投资中扮演了重要的角色。这套“猴子观”的主要倡导者是普林斯顿的教授伯顿·马尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基尔，他在《漫步华尔街》㊀一书里借用投硬币比赛的说法对此做了解释。[10]

一开始，有1 000个人在投硬币，投出正面者获胜，进入下一轮。按照概率，平均会有500人投出正面，500人投出背面。500个投出正面的人继续进行第二轮，还是根据概率，有一半的人会投出正面，一半的人投出背面。250个投出正面的幸运儿进入第三轮，得出获胜者125名；63人在第四轮中获胜；31人赢了第五轮；16人赢了第六轮；8人赢了决赛，成为"投硬币"专家。

然而，光用运气解释投资成功，这样的解释还不够完整。首先，投资跟投硬币不一样——当然，投机和赌博跟投硬币有些相像的地方。了不起的投资者会先做些功课，设计出一套投资戒律，用以指导自己选择投资项目。他们不是靠投硬币来选择这些项目的。他们显然不会把IBM和高乐氏（CLorox）公司的商标贴在硬币的两面，然后看哪个商标在上，就选择哪一家公司。

其次，为了敲出莎翁全集，那只幸运的猴子得连续几十年天天敲打键盘，就跟短线炒家要每天点击鼠标，一连点上个几十年一样。但卓越的投资者并不采用短线交易策略，而是恰恰相反。

比方说，巴菲特选择的十来种投资项目，在40年的时间里为伯克希尔·哈撒韦公司创造了数十亿美元的利润。这几十亿美元好些都是这么赚来的：趁着大公司的价值遭到市场的严重低估，大批量买进。

举个例子，1973年中期，伯克希尔·哈撒韦公司购买了华盛顿邮报公司的股票。[11]当时，邮报的股价猛跌不止，这不光是因为它调查报道了水门事件，尼克松政府对它大加责难，还因为此刻正是第二次世界大战后美国历史上少有的几次股票市场萧条期。巴菲特的买入价是多少？大约是

㊀ 本书将投资理论与实践完美结合，从基本面分析和技术分析，阐述历史上著名的投资泡沫和投机狂潮，其中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华盛顿邮报本身价值的1/5，安全边际率高达80%。在短线炒家的投资组合里，运气扮演着重要角色；而在伯克希尔·哈撒韦公司的投资项目上，原则更为重要。

凡是要付出辛苦努力才实现的人类活动，运气都是它成功的一部分原因，但光有运气还不够。成功逮到蝴蝶的人，不光是因为运气好，也是因为他们能够熟练运用捕蝶网。格雷厄姆对好运和努力之间的关系做了一番准确的概括："一次好运气，或是一次极为精明的选择，我们真能分清它们吗？这可能需要穷极一个人毕生的精力才能找到答案。但是在运气或重要决定的背后总是有着精心的准备与严格的自律。"[12]

不管你把他们叫成是价值投资者、成长型投资者、基本面投资者、机会型投资者，还是别的什么东西，构成这一大群猴子的所有超级投资者都具备一个共同的特点：把常识看成是原则。诚然，凯恩斯和勒布都是"轻佻"投资派，采用机会主义的策略，旨在快速出手，利用受恐惧与贪婪交替驱使的市场循环周期。他们的短期行为跟格雷厄姆与巴菲特的"价值"投资派形成了截然不同的对比，然而，这两派人都意识到了市场先生躁郁症发作、心绪好坏交替所导致的价格与价值脱节。

所有这些一流投资家——还有其他许多人，如杰克·博格、菲尔·凯睿、菲尔·费雪、彼得·林奇、"普莱斯兄弟"（迈克尔·洛维和T. 洛维）和乔治·索罗斯——都是靠运用常识成功的。他们采用什么"体系"或"公式"，他们头上贴的是什么"标签"，全都不重要，关键在于他们分析的质量、独立的思考和判断。

最优秀的投资者采用的思维方式只需考虑几件事情，但这几件事一件也不能少。每一位非凡的投资者都遵守格雷厄姆的首要原则：市场不能给一只股票的商业价值定出准确的价格。沃伦·巴菲特对这一认识做了进一步的发挥：只购买价值被市场低估的股票。格雷厄姆、巴菲特这两位投资巨头，还有菲尔·凯睿都强调避免不良交易（也即市场上价格被高估的股票）的重要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些投资家，还有其他顶尖高手，如巴菲特的合伙人查理·芒格，全都清醒地意识到：对任何一个人而言，可供选择的投资项目成千上万。要从中间挑出一个来，要求你有一种强大的信念，觉得市场总会给你一个比其他交易都更合适的最佳选项。机会确实会送上门来，要检测它到底是不是机会，不妨采用勒布的做法：对于你所斟酌的股票，想一想要是你把自己掌握的大部分资源都投入其中，是否会觉得安全、放心。

巴菲特和包括彼得·林奇在内的其他优秀投资家都懂得，明智的评估取决于你对企业的理解能力。这样一来，你应该基本明白所有顶尖投资家都看重的测量点了，比如公司的竞争实力、品牌力量、开发盈利新产品的能力等。

这些投资巨头（而非碰运气的猴子）并不在乎自己的投资是否过分集中在了几家企业上。例如约翰·聂夫，从 1964 年到 1995 年，他一直是温莎基金的投资组合经理，他每年的收益率都比市场平均水平稳稳地高出 3% 左右，有时候，他会把相当于基金总值的 40% 分配到同一个行业当中。巴菲特的伯克希尔·哈撒韦投资公司涉足的领域相当多元化，但这种多元化是它掌握的资本发展极其迅猛所带来的偶然副产品，并非它有意要打入大量不同的行业或部门。

这些杰出的投资家还把对市场和企业的常识性理解扩大到了对企业基本面的分析上。在这些基本因素里，最主要的是一些经济特征，比如强劲的财务状况，收益的稳定性和增长性，较高的销售额和利润率，企业内部能产生大量现金支持发展，而非持续依赖外部融资渠道。这些投资家还很注意管理层的素质和诚信，他们要找的是能一贯充分发挥业务潜力、能明智地分配资本、能将经营成果分享给股东的公司。他们尤其看重的是持有自己公司大量股票、可以迅速适应商业动荡环境的优秀管理者。他们还相信，管理层的深度和诚信度也包括维持良好的劳资关系、鼓励创业家精神。

对冲基金大师索罗斯曾经概括道：“普遍看法是，市场永远是对的；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我则假设它永远是错的。”时下盛行的有效市场理论是看待市场的一种方式。根据这种观点，价格的变化几乎全都是因为基本价值发生了变化。故此，挑选定价行为不同于整体市场的多元化股票是最有道理的。另一种相反的观点则说，价格变化并不是股票基本面上的原因所致。正确的目标应该是找出那些股票价格低于商业价值的公司。这种观点要求从单个的企业上着眼，而不是看市场整体。

接下来的两章阐释了这两种不同的市场观各自的立论基础。第 2 章是有效市场理论的形成历史。第 3 章以证据说明有效市场理论的矛盾之处。如果你已经是有效市场理论的怀疑者，可以跳过这两章（不过，这部分内容里也有一些论述这两种观点各自长处的宝贵见解）。如果你支持有效市场理论，不妨读一读，说不定，你的想法会因此改变。

第 4 章则对当前环境做了评估，看是有效市场理论还是后一种“混沌”市场理论更准确地描述了我们前进的方向。它发现，我们正朝着效率更低（而非更高）的市场走去。本书的其余部分采用了投资大师们股市并非完全有效的观点，并为你利用这种无效率提供了所需的工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章
Chapter2

服用百忧解的市场

在愈发流行的有效市场理论背后，藏着一段长长的有趣故事。这段故事，每个投资者都应该有所了解。了解有效市场理论的故事，能让你评估建立在它基础上的意见，比如有关多元化投资价值、衡量风险的方式方法等方面的建议。它还能帮你判断自己到底该不该相信这套理论。这一点最为重要，因为如果你相信市场有效，你所采用的投资风格和哲学肯定会跟你不相信它时迥然有别。

对于已经得出结论，认为有效市场理论并未准确描述股票市场如何运作的投资者，可以跳过这一章，不过即便如此，他们大概也可能会发现这套理论在无意间影响了自己的投资习惯。所有的读者都能看出，有效市场理论的历史很迷人。这个故事说的是，早先进行的研究本来是为了扩大知识，阐释并理解这个世界，可它的结论却受到了部分的忽视，之后又遭到过分的夸张。这个故事告诉我们，有效市场理论并不是关于股票市场如何运作的最终结论，可数十年来它对投资者和教师们产生的影响，有时却叫人们觉得它就是最终结论了。[1]

缘起

有效市场理论的历史可追溯到股票价格的随机漫步模型，这是一个合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理的设想，它认为任何系统化的精确方式，都不可能预测股票价格的运动。该模型最早出现在 1900 年，由法国数学家路易斯·巴舍利耶（Louis Bachelier）在一篇博士论文中做了阐述，当时它默默无闻，现在却很出名了。这份论文调查了法国证券交易所里交易的期权和期货价格的线性相关，并得出结论说：价格的变化是根据随机漫步模型展开的。[2]

刚发表时，巴舍利耶的论文并没有引来广泛关注，这或许是因为他的数学演算部分比爱因斯坦著名的气体分子碰撞随机运动研究早了 5 年的缘故。爱因斯坦"发现"了描述随机分子运动现象（也叫布朗运动，因最初观察到它的苏格兰植物学家叫罗伯特·布朗而得名）的方程，而它也正好是巴舍利耶用来描述金融市场价格行为的方程。

数学家和物理学家（包括爱因斯坦及其同行的后来者）立刻对巴舍利耶采用的数学工具产生了极大的兴趣，但经济学家却是直到 20 世纪中期才留心到这个主题。事实上，在 20 世纪 50 年代初之前，没有任何研究引用过巴舍利耶的工作，或提及金融市场价格随机运动的理论。

20 世纪 50 年代初随机漫步模型终于引起经济学家的关注，人们经常把功劳归到莫里斯·肯德尔（Maurice Kendall）身上。然而，经济学家却直到 20 世纪 50 年代中期，才在误打误撞中"发现"了巴舍利耶的研究。

当时，芝加哥大学的伦纳德·萨维奇（Leonard Savage）在图书馆里翻翻捡捡，偶然翻出了巴舍利耶 1914 年出版的一本小书。伦纳德给自己的经济学家朋友们写信，打听他们是否"听说过这家伙"。保罗·萨缪尔森在麻省理工学院的图书馆里没找到那本书，但找到并阅读了巴舍利耶的博士论文。到 1959 年萨缪尔森发现之后，随机漫步模型总算成了一个热门研究领域。

巴舍利耶长期默默无闻，还有另一个原因：1937 年，著名经济学家阿尔弗雷德·考尔斯（Alfred Cowles）在研究中得出结论，说股票价格是按可预测的方式运动的。媒体大肆报道了这份研究。对随机漫步模型的研究也因此停止，直到 1960 年斯坦福大学的教授霍尔布鲁克·沃金（Hol-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

brook Working）发现了其中的错误。随后，考尔斯纠正了该处错误，修正后的研究支持随机漫步模型。

简单性

萨缪尔森和他的同事们重新发现巴舍利耶的时候，因为计算机时代的到来，大学里供研究使用的高速计算机甚为普及，众人得以大规模地利用这一见解。靠着20世纪60年代初出现的这些新技术，股票市场研究者着手深入地研究这类市场中的随机过程。

相关性测试

调查的一个方面是相关性检测，用来判断指定数据间是否存在某种程度上的共同运动。就股价而言，人们会把特定股票在特定时间段——比方说若干天——的价格变化记录下来，再把随后同样长度的时间段里的价格变化记录下来。之后，人们比较这些序列（叫做“时间序列数据”），判断它们存在某种程度的共同运动，即它们是否表现出任何“相关性”。

比较采用了“相关系数”的形式，这是一个反映数据之间线性相关程度的数字。具体而言，也就是看待检验的时间序列数据跟一条直线是否吻合，而后计算出相关系数。相关系数等于零，意味着该序列中的数据在统计上是独立的；接近零（但不等于零）则表明数据不相关。如果一组时间序列数据独立或不相关，则它们是随机的。

以电视抽彩开奖为例。乐透奖的开奖号码是这么确定的：在箱子里放上许多标有不同数字的球。稽核员摸出一个球，记下上面的数字，把球放回箱子。稽核员重复这一过程三次：摸出球，记下数字，把球放回箱子。这样得出的结果就是开奖号码。这个过程具有统计上的独立性，因为任何一次摸出球后记下的数字，跟前一次或后一次记录下数字全无关系。

脱离彩票箱这样的可控环境，尤其是在股票这类时间序列数据的情境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，要从统计上证明一组数列具有统计独立性是极为困难的。而限制较少的特点——也即数据是不相关的——更容易为统计证据所支持，得出的结论也大致跟满足独立性特点的数据相同。㊀

在 20 世纪 60 年代的相关性测试中，人们演算出的相关系数全都近似于零。这就意味着，股市上的不同数据组跟随机数表、轮盘赌、抽彩票或其他随机方式产生的不同数字组没有什么区别。

这些发现具有重要的现实意义：缺乏统计相关性意味着，对股票将来价格的最准确估计就是它的当前价格，因此，交易者不可能系统化地从交易中获得高于正常水准的收益。换句话说，如果价格遵循随机漫步模式，股票在这段时间到下一段时间的价格变化，并不会影响股票在随后一轮时间段中变化的概率。过去的价格预测不了将来的价格。

游程测试

相关性测试有一个素来为人所知的缺点：所得结果容易受时间序列里少量的极端数据所影响。为避免这一缺点，人们会对数据进行游程分析——调查连续变化的方向是否具有持续性。

一段游程是按序列统计里没有方向性变化来定义的。故此，方向一出现变化（比方说，从负到正，从正到负，从无变化到正向或负向），就算新游程的开始。

游程检验的不是序列中数据在数字上的变化相关性，而是考察的这些变化在方向上的关系。如果价格变化吻合随机漫步模型，则序列的个数和股价时序数据的反向次数应该差不多相等。如果同向运动持续了较长时间，随机漫步模型就不成立了。

在 20 世纪 60 年代初所进行的众多游程研究中，芝加哥大学经济学家

㊀ 这也就是说，在实际环境中，要证明数据的独立性比证明数据的不相关性更难，但两者得出的结果基本上相同。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤金·法玛（Eugene Fama）最为谨慎。[3]法玛发现，价格变化的方向具有持续性，但他仍然得出结论：没有什么交易规则或策略能持续战胜市场。故此，几乎所有参与20世纪60年代末辩论的人都一致同意，在研究中观测出来的与随机性不一致的地方，可以忽略不计。他们还相信，这有力地支持了随机漫步模型。

交易规则测试

尽管得到了广泛的认同，一些参与辩论的人仍持怀疑态度。实际上，当时一些颇有远见的评论者就曾担心，股票价格变动的相互关系异常复杂，这些标准化工具恐怕不能将之一一揭示。出于这样的担心，有人怀疑随机漫步模型的真实性，并想要发现、利用价格变化的复杂关系，设计出能获得高于正常回报水准的交易规则来。

西德尼·亚历山大（Sidney Alexander）的“过滤技术”，就属于这些早期尝试之列，它极具启示意义。这种策略旨在识别和利用股价里存在的假定变化趋势，按亚历山大本人的妙趣说法，“市场的小小抖动”有可能会掩盖了这样的趋势。[4]

举例来说，对某只股票采用“5%过滤规则”，就是说：股票价格上涨了5%，那就买入（并看着它涨到更高的峰值）；等价格从峰值下跌5%，就卖出它（并看着它跌到更低的谷底）；再接着，卖空它（也就是说按照现行价格把它借来卖掉，并答应到了偿还期会按当时的价格买入并偿还）；接着，等价格从谷底上涨5%，再平仓。

如果此方法有效，第一回的卖出能带来一笔收益，之后的卖空又能带来一笔收益。更重要的是，如果它确实有效，那么股票价格就应该吻合峰值—谷底的模式。这意味着它们并不是随机的，随机漫步模型不成立。

亚历山大最初研究的结果表明，这种技术能够带来高于正常水平的回报。然而，这之后，他本人和其他一些人（法玛也在内）又进行了校正，证明放宽或改变某些假设足以抹掉高于平均水平的收益，尤其是，最初的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过滤技术未能注意到，卖空股票的话，股票的红利就成了成本，不再是收益了。

亚历山大的过滤技术概括了股票分析和交易里的图表法或技术方法，它把过去的价格作为预测将来价格的基础。确切地说，从概念上看，亚历山大的过滤技术跟当今证券交易盛行的限价盘和同类技术算得上近亲了。这些技术包括了依靠反常效应的传统技术方法（如内幕效应、月度效应、周末效应和分析师效应等），以及一些非传统方法（如裙边离地指标、超级杯指标等）。

这些东西，以及诸如“动量投资”和“板块轮动”等相关的哲学思想，仍然是华尔街的主流学派。交易员仍然广泛地使用它们，而它们得到越来越多的贸易商、投资顾问和经纪人的推荐。随机漫步模型（和有效市场理论）的许多信徒基于前文的分析，逐渐意识到这些东西是无稽之谈。

说它们是无稽之谈，不是因为有效市场理论，而在于它们完全违背了业务分析。格雷厄姆在《聪明的投资者》（*Intelligent Investor*）一书中提到了拥护这种技术方法的人，他说：“考虑到他们的工作跟本书中提到的‘投资者’并不相关，我们还是别管他们了。”[5]

究其本身，所有随机漫步测试存在的问题在于，它们全是线性的。它们没有调查是否存在非线性的价格依赖，这是因为，20 世纪 60 年代初，研究人员用的计算机还不具备那么高的运算能力。

比方说，交易规则测试就是线性的，因为它是按时间顺序（或实时）进行的。不管是它，还是其他的老式测试都没有考虑过这样的可能性：说不定，从非线性的角度能更好地理解市场时间。我们在下一章会对这一主题进行论述，现在，我们只需注意到，爱因斯坦证明，时间不是绝对的，而是根据不同的环境有着数十种不同的运行方式，这就包括向前（或曰线性的）、向后、循环、减缓、无规则（非线性），甚至可以静止不动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全竞争市场之梦

不少人认为，在科学研究领域，有效市场理论的建立很怪异。该假说的证据最初由巴舍利耶在1900年提出，到20世纪60年代初，又大量出现在有关随机性的研究里。

就在此时，一种解释随机性的理论提了出来。1965年，保罗·萨缪尔森（1970年成为诺贝尔经济学奖得主）写出了第一篇关于有效市场理论的文章。经济学家甚为欢迎这一论证。这一理论应运而生的必要条件，似乎正好跟维系所有经济学家心底梦想的必要条件差不多：完全竞争市场。

完全竞争市场是一种虚拟存在，它要求市场满足以下假设：有大量的参与者，单个参与者的行为不可能对市场造成重大影响；参与者掌握着充分的信息，能平等地进入市场，行事理性；商品是同质的；没有交易成本。

完全竞争市场刚好能带给人随机漫步模型暗示的东西：在股票市场上，股票的价格会根据与该股票相关的新发布信息而不时地调整，并且这些调整是精确的。有效市场理论一提出来，就对这一预测做了具体表述。从最广义上说，它认为股票在股市上的交易价格完整地反映了与该股票相关的所有信息。

完全竞争市场模型假设的这些特点，股票市场无论有还是没有其实都无所谓。正如1976年的诺贝尔奖得主米尔顿·弗里德曼所提出的，经济预测的基本准则是，要检验模型的预测能力，唯一相关的就是考察它是否有效，至于模型下面潜藏着什么样的假设，与此并无关系。[7]故此，哪怕投资者并非完全理性，也不见得掌握了充分的信息，但只要这些事实并不妨碍市场有效理论的预测能力，那它们就无关紧要。虽说现在很多经济学家开始重新考虑这些假设，但到目前为止，公认的经济理论依然采用这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法。

三种有效形式

从一般形式上讲，有效市场理论解释的东西比随机漫步模型要多。随机漫步模型只是简单地说，相继的价格变动是独立的，或者不相干的，而有效市场理论则说，股票价格充分反映了有关股票的所有信息（不光只是过去的价格而已）。于是，自从随机漫步模型出现了有效市场理论这种解释之后，后者就根据特定的信息类型，划分了三种定义形式。

面对特定类型的信息，价格行为会出现怎样的变化呢？最初提出这三种形式，是为了把上述实证测试进行分类。弱式有效测试检验的是随机漫步模型本身；它使用前述的相关性和游程测试来调查过去的价格是否暗示了将来的价格。半强式有效测试检验的是除了价格之外的公开可用信息是否反映在了现行价格当中；强式有效检验的则是内部交易信息是否反映在现行价格当中。

20 世纪 70 年代中期，人们就此做了大量的测试和讨论，并逐渐用有效市场理论的三种形式来概括各自测试所暗示的结论。自此以后，有效市场理论的形式专指如下含义：弱式有效表示股票价格完全反映了构成过去价格的所有信息；半强式有效表示股票价格完全反映了当前公开可用的所有信息；强式有效表示股票价格完全反映了现存的所有信息，不管是公开可用的，还是秘不告人的。

这样看来，随机漫步模型和弱式有效之间存在着逻辑上的直接联系，和两种较强的有效形式之间的联系则较为薄弱、模糊。不妨回想一下，随机漫步模型认为，价格变化独立于之前的价格变化，或是两者不相干。这也就是说，对过去价格变化进行的技术分析——有时也叫“图表分析”——无助于系统化地预测将来价格的变化。

弱式有效解释了这种独立性，它假设当前价格包含了从前价格里蕴含的一切信息，以此作为自己的预测基础。这样的话，任何价格变化只可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是新信息带来的结果，而新信息的产生，本身是随机的。吸收信息的过程持续进行，解释了20世纪60年代人们在相关性和游程测试里的发现：前后的价格变化之间不存在实质上的线性关系。其后两种较强的假设形式因此被推导出来。

有效市场理论的半强形式不仅认为当前的股票价格反映了构成先前股价的所有信息，还认为它们反映了与股票有关的所有公开信息。要检验这种更具野心的说法，不但要关注价格变化的相关性分析，还要分析特定信息导致价格发生变化的相对敏捷度。

除开测试方法上的不同，半强式有效还要取决于随机漫步模型的有效性，反过来，随机漫步模型的有效性又依赖于股价数据并不存在统计相关性这一实证结论。换言之，如果将来的价格变动依赖于先前的价格变动，那么，半强有效形式检测的任何价格变动，都不能单单归因于测试里评估的新信息的出现。因此，弱式有效和半强式有效都要依赖线性检测模型所给出的证据。

较之随机漫步模型提出的主张，强式有效做了相当大的延伸。确切地说，强式有效其实是一种近乎于神学概念的看法，它认为公共资本市场有着无限的智慧：哪怕是非公开信息也能反映在公开的股票价格里。大量的证据否定了强势有效假设：掌握了非公开信息的人可以利用它获得超乎寻常的高额市场回报，20世纪80年代层出不穷的内幕交易丑闻就是很好的例子。

由于有效市场的强式假说站不住脚，相关的辩论主要集中在它的半强和弱式假说上。有关弱式有效的争论一般以分析随机漫步模型本身为主，通常使用线性实证模型来检验连续价格变化之间的关系；随机漫步模型也包含了这部分的内容。

麻省理工学院的罗闻全（Andrew Lo）和沃顿商学院的克雷格·麦金雷（Craig MacKinlay）做了一项广为人知的研究，证明从每月和每周的持有期收益率来看，股票价格有着强烈的正向连续相关性。他们观察了从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1962 年到 1985 年总计 1 216 个星期的股票收益率，发现每周的相关系数高达 30%，从统计上看，这样的相关水平可谓极高。两位研究者在《非随机漫步华尔街》（*Non-Random Walk Down Wall Street*）一书中指出，这并不一定意味着股票市场无效，只不过是说，随机漫步模型不能拿来作为有效理论的基础。[8]

这样的研究虽然并没做出一锤定音的结论，但哪怕是尤金·法玛，有效市场理论的总设计师，在诸如此类的证据面前也下了断语：每天和每周的股票收益率可以根据过去的收益率来预测，从而在统计的基础上抛弃了随机漫步模型。[9]尽管如此，法玛和有效市场理论的其他奠定者仍然坚持认为，这种矛盾只不过是一种反常罢了，无损于基础模型的有效性。不过，还有一些人试图从另一个方向来解释此类结果，这就是所谓的“噪声”。

噪声

约翰·梅纳德·凯恩斯曾经打过一个很出名的比喻，说股市就像是选美比赛。比赛里，裁判选的不是自己觉得能胜出的候选人，而是他觉得其他人会选中的候选人。这就用一种投机随大流的心态，取代了着重于基本面或实质性的分析（也即本书强调的方式）。

1981 年的诺贝尔经济学奖得主，耶鲁大学的詹姆斯·托宾（James Tobin）把凯恩斯的选美比喻做了进一步的发挥。他认为，就算公共资本市场能够迅速地把公开信息整合到股票价格里，就算从这个角度讲它是有效的（也即有效市场理论的半强形式），可这并不一定意味着市场里的股票价格反映了它的基本价值（也即预期未来现金流对股东的现值）。[10]

凯恩斯比喻里的选美比赛评委们在做出选择时，领会的信息质量说不定很差；而市场领会的信息质量说不定同样差。许多追随者都觉得托宾说得对，包括同为诺贝尔经济学奖得主的威廉·夏普（William F. Sharpe）和肯尼斯·阿罗（Kenneth Arrow）。[11]倘若许多交易者真的像凯恩斯说的那样行事，那么，有效市场理论的半强形式还需要做进一步的划分：一种是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严格的信息性有效，另一种是更纯粹的基本面有效。

信息性有效描述了这样一种市场：与一只股票相关的所有公开信息，不管质量高低，都反映在了股票的价格当中。故此，价格不仅反映了和股票基本价值相关的信息，还反映了一些完全与基本价值无关的信息，比如哪支橄榄球队赢了超级杯一类。基本面有效是一个较为狭义但更有野心的设想，它认为股票价格是股票内在价值的准确指标，因为价格只反映了与基本商业价值相关的信息。[12]

问题在于，资本市场是否能够区分各种信息，只让跟基本价值相关的信息反映在价格里呢？于是这就回到了人类行为是否理性的基本问题上。有效市场理论说，就算个体行为不理性也没关系，因为其他行为理性者会纠正个别不理性的人。确切地说，有效市场理论模型把不理性给“假设”在外了。

然而，不管是从直觉还是从实证的角度看，信息性与基本性都存在明显的区别，必须要面对才行。于是有人想出了个保住面子的委婉说法：经济学家费希尔·布莱克（Fischer Black），从统计领域借来了一个名词，把不理性行为称为“噪声”，这才使得好面子的经济学家能够继续讨论这个问题，并尝试为它建立模型。[13]

噪声理论得到了大量实证证据的支持，也有着良好的知识基础。噪声理论模型认为，股票市场充斥着噪声交易（也就是建立在无关基本资产信息的基础上所做的交易），这种交易污染了股市。这些模型就是为了解释为什么噪声交易会出现，为什么它的影响会持续存在。

举例来说，最常见的噪声理论模型认为，噪声交易是那些掌握信息不充分、靠情绪行事而不靠理性分析的投资者做出来的。这些人的举动，使得价格偏离了基本价值。尽管市场上也有成熟老练的套利者存在，价格、价值之间的差距还是抹不平，因为这些套利者厌恶风险，也拿捏不准投资者的情绪什么时候会来个大掉头。[14]

股市存在噪声投资的证据如下：跟风；根据谣传行事；迅速改变自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资组合；卖掉绩优股（挣回了一笔要扣税的收益），却留下表现糟糕的股票（倘若及时脱手，这笔亏损是可以抵税的，但留在手里不卖，就没法用来抵税）；为糟糕的管理业绩支付庞大的共同基金费；仿效他人，使用愚蠢的技术交易策略，掉下了深深的市场悬崖。

人们对这种行为的原因尚知之不详，但心理学研究给出了一些倾向性的暗示。这些倾向包括：人们厌恶风险，讨厌损失多过渴望收益；这解释了持有亏损股却卖出盈利股的非理性做法。人们还爱根据过去的模式来预测将来的事（如预测未来 10 年的收益增长率等于过去 10 年），从而歪曲了将来不确定事件发生的概率。

从理论上说，明智的套利者能纠正这些偏差并从中获利，有效市场理论自然也就稳住了阵脚。但需知套利是一种有风险的买卖。既然今天存在错误的定价，明天恐怕照样存在错误的定价。倘若股票的价格远远高于它的价值，套利者会卖空它，之后静待市场的纠正。但很有可能，套利者已经眼睁睁地等到了自己非填补空仓不可的时候了，市场的纠正还没到来。又倘若股票的价格低于其价值，套利者会买入并等待价格上涨。可市场的纠正说不定会用掉很长的时间，在此期间，套利者完全可以把资金配置到其他能带来更高回报的地方。

还有一种可能性：个体的理性行为结合到一起，却带来了不理性的结果。生意场上随时都有这种事发生。比方说，空调发明之后，商店花了大量资金安装它，希望获得竞争优势，可一旦所有的商店都这么做，安装空调所带来的竞争优势就荡然无存了。这就是为什么你会在郊区的十字路口上看到四个岔口上都开着加油站。巴菲特也举过类似的例子，他说看游行的时候，人人都觉得稍微踮起脚来会看得更清楚，可一旦人人都踮起脚来，事情就变回老样子了。

尽管经济学领域的思想前沿产生了这些有关市场如何运作的意义深远的洞见，但许多顶尖的经济学家还是觉得它们只不过是主题曲里的小变奏罢了。有效市场理论的信徒们承认，理论可能的确有偏差，但偏差全是因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为偶然才出现的。比如尤金·法玛就争论道，对信息的明显过度反应跟对信息的明显反应不足，两者是同样常见的；某些事件发生后，获得连续反常收益的可能性，跟相同事件发生后连续反常亏损的可能性一样大。

所以，顶尖经济学家都认为，不利于有效市场理论的新证据并没有增加太多实质内容。他们还是死守着基于有效市场理论的投资工具不放，朝着以实践应用完善理论的宏图大业继续前进。

相关理论概况

有效市场理论告诉我们，特定的信息集合充分反映在了上市证券的价格当中。然而，这类完全反映在股价当中的信息到底指的是什么意思，有效市场理论并未提供任何判断基础。因此，需要有一套资产定价理论。它由两个流行概念构成：现代投资组合理论，负责为资产定价打基础；资产定价模型，也即资产定价的一般范式。

现代投资组合理论

随着20世纪五六十年代随机漫步模型和有效市场理论的建立，另一名诺贝尔经济学奖得主（1990年和夏普共同得奖），纽约城市大学的哈里·马科维茨（Harry Markowitz）也建立起了现代投资组合理论（modern portfolio theory，MPT）。[15]它的基本思想是，将若干不相关的股票装进一套投资组合当中，这样，整个投资组合的波动性就会低于组合中单只股票的平均波动性。

现代投资组合理论提出，所有的投资都可归结为两点基本要素——风险和收益，它假设投资者厌恶风险，愿意牺牲收益以回避风险，并为承担风险而要求获得更高的收益。这套理论还说，为解决对风险的厌恶情绪，这样的投资者最好是进行组合投资，在既定的风险水平上获得最大的预期收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一笔投资的预期收益率是它在各种可能性下的所有收益的加权平均值，而该投资的风险，则是所有可能收益在预期收益率范围内的方差。根据投资组合理论，一套投资组合的预期收益率是单笔投资预期收益率的加权总和；但它的风险并不一定是单笔投资风险（或收益率方差）的加权总和。

故此，现代投资组合理论的核心观点是，由于单笔投资回报率的差异可以降低投资组合回报率的方差，投资组合的风险就成了单笔投资较组合整体的方差函数了。这就意味着投资组合的风险通过组合的多元化降到了最低限度。

现代投资组合理论对风险的认识还有另外一个重要的意义。对于任何股票，风险都可以分成两部分：系统性风险和非系统性风险。系统性风险（有时也称为市场风险或不可分散风险）的产生，是因为股票有着随所在市场变化而发生变化的倾向。非系统性风险（有时也称为独特风险、残余风险、特定风险或可分散风险）则来自个股本身的特殊性质。

依照现代投资组合理论的多元化概念，非系统性风险可以分散为零，个股的市场收益率就无须把弥补风险的部分包含进去。这样一来，市场回报率就单纯成了系统性风险的函数，也即个股随市场变化而变化的程度。衡量这种风险和收益率是资本资产定价模型的主要目标。

资本资产定价模型

20 世纪 60 年代末，现代投资组合理论和有效市场理论渐趋成熟，资本资产定价理论却才刚刚起步。如今，众所周知的资本资产定价模型（capital asset pricing model，CAPM）是从现代投资组合理论衍生出来的（基本上，它是跟马科维茨一起夺得诺贝尔奖的威廉·夏普发明的）。[16]和现代投资组合理论一样，资本资产定价模型假设投资者厌恶风险。此外，它还假设投资者对预期收益有着理性的期待。根据这一假设，资本资产定价模型认为一笔投资的预期收益率等于无风险收益率加上对前述系统性风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险的贴水。

系统性风险是按单笔投资对市场整体的波动程度来衡量的。它把个股的风险溢价（收益率减去无风险收益率）跟市场整体的风险溢价联系了起来。

任一股票的此种联系，都用一个叫 β 的数值来表示。按资本资产定价模型，高 β 值的股票比低 β 值的股票风险更大，因为前者往往比市场的动荡幅度更大——其收益比市场收益表现出更大的方差。

批判和常识

就其本身来说，现代投资组合理论和资本资产定价模型各有若干缺点。首先，在评价有效市场理论时，需要有一套定价模型，这就引出了联合假设的问题：检测模型的时候，你没法肯定它失效到底是因为市场无效，还是因为使用的资产定价模型有问题。

事实上，前文提到的有效市场理论中的好些异常现象，症结都在资产定价模型存在的缺陷上，并不是因为市场本身无效。这些缺陷往往是因为风险定义得不够精确，或是指定 β 值不严谨。

对怀疑有效市场理论的人而言，联合假设问题有一个很重要的含义。要证明有效市场理论不成立，你提出的证据肯定不能使用资产定价模型。然而，股价行为的线性或非线性相关，和有效市场理论本身就存在矛盾。因此，只要发现连续股票价格里存在线性或非线性的相关性（见下一章），就意味着有效市场理论不完善。这里不存在所谓“错误指定”了资产定价模型的其他解释。

此外，资本资产定价模型认为，一笔投资的预期收益跟该笔投资所在的投资组合的预期收益呈线性相关。这种线性关系是 β 值给出来的，反过来，β 值又是资本资产定价模型的理性预期假设所规定的。

如果人类行为本身就跟理性预期假设不一致，那就没必要相信存在这么一种线性关系了。换言之，也就是说股票市场不是线性，而是非线性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。要是这样的话，β 值就不能准确地测量风险了。

最后，资本资产定价模型里用到的理性预期假设要求投资者有着同质的收益预期；反过来，这又要求投资者使用相同的方式评估信息、理解信息，它甚至还要求所有投资者在相同的时间范围内评价投资机会。这些要求显而易见是不靠谱的。近来，各方文献对资本资产定价模型的批评也主要集中于此。

研究文献显示，特定股票的需求对价格变化是很敏感的，就像大多数其他商品的需求一样。[17]随着价格的变化，投资者对该股票的胃口也不一样了。所以，市场无法描述出一只股票的正确价格，因为根本就没有正确的价格这种东西。就算是理性人，也不是同质的机器人；他们再理性，对信息也会有不同的阐释，对企业未来现金流的现值也有着不同的判断。

古典主义经济学理性自利行为模型，只有 80% 的时候正确。[18]信奉这套理论的人忘了经济学奠基之父亚当·斯密一直在强调的东西：经济生活是嵌在社会生活里的，由于社会习惯和环境的影响，经济主体在做决策的时候，并不单纯是从经济角度出发来算计。这就是为什么在亚当·斯密的时代，现在的“经济学”会叫做“政治经济学”。

倘若说社会科学的其他部分应当回归经济学，那么再往里面加点来自硬科学领域的物理也并无不可。不妨回想一下，随机漫步模型之所以得名，是因为公共资本市场似乎服从布朗运动的原则，而布朗运动指的是分子运动的随机状态。不过，分子是没有知觉的，而严格地说来，价格却是终极知觉——人类行为——的创造物。

出于这个道理，常识认为，价格和分子不能划等号。更何况，当前物理学已经进入非线性动力学和混沌理论的层面，远远超出了布朗运动的范畴，这为我们怀疑、反思这个比喻是否成立提供了更进一步的理由。

我们在下一章将会看到，这个比喻早就被批判得体无完肤了。不过，在这之前，让我们暂停一下，来看看常识是否认为“β”能衡量风险。“β”衡量的只是一只股票的价格波动性。如果你坚持认为可以把“风险”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个词跟这一量度联系起来，最多也不过意味着"β"抓住了股票价格上下回旋的风险。对市场分析师而言，这样的量度或许有些用处。

但对商业分析师来说，价格波动这种工具于分析无益，"β"也一样。商业分析师看重的东西或许可以称为"商业波动性"，以一家企业盈利或现金流的波动作为衡量其将来业务绩效的基础。收益和现金流就是企业的价值所在，事关重要；市场价格却不然，因此商业分析师对"β"不感兴趣。

随着20世纪60年代末数学式投资方法开始大行其道，格雷厄姆宣称，把价格变化的波动性理解成风险，"对做出理性的投资决策弊大于利，因为它太看重市场的起起伏伏了。"[19]有效市场理论力争抵消这方面的异议，它认为，市场波动就是反映了信息变化的理性价格变化，仅此而已。可有些事情并非如此简单。在这一点上，查理·芒格很爱引用爱因斯坦的一句话：一切事情都应尽可能简单，但太简单了也不行。[20]格雷厄姆仍然是对的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章
Chapter3

混乱的市场

上一章概述了给我们带来“现代金融学”的一小群获诺贝尔经济学奖精英们的看法，如今的投资者可以从中学到不少东西，可照单全收绝对要不得。虽说有效市场理论门下没有几个有脑袋的门徒会对强式有效怀有太大的信心，但半强和弱式有效——外加现代投资组合理论和“β”——却已经在学术和大众投资领域把持了将近 30 年的主流地位。

这些假说完全基于简单的线性分析和思考，所以，它们的描述能力和规范性影响大有问题。随着人类在各个领域的努力，知识不断向前发展。要给市场行为制作模型，技术带来了比有效市场理论及现代金融学其他内容发展成长时更好的方法。依靠新技术所得到的结果，跟之前的结果截然不同，而且，它们肯定格雷厄姆对“市场先生”的常识性直觉。[1]

新浪潮

股票市场交易中存在噪声，表明随机漫步模型和有效市场理论使用的线性测试存在缺陷。噪声理论说明，公共资本市场的信息处理性能过分迟钝，无关的信息或噪声反而排挤了有关企业潜在价值的根本信息。在这样的反馈系统之下，面对信息，个体要么过度反应，要么无所作为。

反馈过程是非线性系统的特点。它们表示原因和结果之间（如新闻和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价变化）有着非比例的关系。人们完全尚未意识到噪声理论这一见解的威力。要理解股票市场行为，理解投资者和管理者应当如何思考市场和市场价格，弄清线性和非线性之间的区别是根本。

线性意味着比例：一个变量的变化使得另一指定变量出现等比变化。比方说，资本资产定价模型就是线性的，因为它断言股票的预期风险跟“β”有着直接的比例关系。

有效市场的线性体现在两个方面。首先，弱式有效背后的统计模型是简单的线性回归分析；相关系数表明的是变量在一段时间内跟基准直线有着怎样的相关性。换句话说，检验时间序列数据的相关性，就是用一条直线和数据对比，然后计算其相关系数。

其次，有效市场理论的半强式是线性的，因为根据它的定义，信息变化和价格变化之间有着成比例的关系。尤其是，半强式有效认为，信息会不带偏差地立刻整合进价格。换言之，有关企业价值的信息变化以及随之而来的代表前述企业的金融资产（股票）价格变化，存在比例关系。

与此相反（容我稍做简化），非线性意味着不存在比例性：一个变量的变化会造成另一个变量的变化，但两者之间不成比例性，而是指数性的。举个常见的例子，一根稻草最终压垮了一头骆驼，这就是非线性的关系，因为成因和结果之间完全不成比例。

股价的波动、市场高涨或崩盘，往往是因为之前已经积累了大量的信息，只不过，最后一点增量的信息成了“压垮骆驼的最后一根稻草”。要是有一家公司宣布，该公司的盈利恐怕不如先前预期那么强劲，它本身的股价可能会大幅跳水，但市场整体恐怕不会有什么太大的反应。可要是过了几个星期，该行业有更多的公司发布了同样的消息，华尔街就会紧张了。该行业所有的股票有可能突然猛跌，这一冲击甚至会蔓延到整个市场。到了某个点，华尔街上就哀鸿遍野了。

市场对少量新信息的反应可能很慢，也可能过度，这当然是噪声理论的解释。只不过，线性和非线性系统的区别远远超出了噪声理论的范畴，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为噪声理论本身还拘泥在有效市场的范式里。非线性动力学和混沌理论打破了这种束缚，以更宽广的视野观察投资者和市场行为，对公共资本市场的现象提出一种完全不同的认识。

这里并不存在什么先验性的理由，非要人相信公共资本市场是线性系统，不是非线性系统。故此，要理解这类市场，有一个问题必须首先考虑：它们到底遵循的是线性流程还是非线性流程。为研究这个问题，人们使用了许多新技术，远比设计随机漫步理论模型时要复杂和成熟。

20 世纪六七十年代，甚至 80 年代初使用不了这类技术，原因之一在于那时候没有足够强大的计算机系统。这种计算机系统不仅要能迅速地处理数据，还要能处理超出简单的线性数学模型之外的数据，计算多维数据流的曲率。而现在，有了这类资源的帮助，研究人员重新上路了。他们从原先的共识入手，即实证研究表明，除了一些反常现象外，随机漫步还算准确地对股票价格做了描述。接着，他们继续深入下去。

深入工具之一，其实可以追溯到 20 世纪初。它是水文学家赫斯特（H. E. Hurst）建设尼罗河大坝时设计的。[2]赫斯特必须根据降雨模式确定水库的排水方式，以便维持水库的水位。

为理解水库系统如何运作，赫斯特记录下每天中午的水位，并算出了变化范围（基本上也就是高水位、低水位和平均水位之差）。如果变化范围随观察记录下来的数字等比例提高，人们便可以得出结论：水库系统是随机的。反之，如果它不是随机的，且表现出一定的模式，那么，只要知道其中之一，水文学家便可以确定水库的排水方式了。

赫斯特设计了一种叫做“H 指数”的简单工具，用来判断水库变化范围的扩大到底是随机过程，还是更倾向于模式化行为。数学细节这里就略过不提了，总之，如果一个系统的 H 系数等于 0.50，则系统是随机漫步的。也就是说，任何特定的一种运动跟在另一种运动之后出现的概率都是五五分，故此也就是完全碰运气。

如果 H 小于 0.50，则该系统是均值回归的。意思是说，倘若在若干

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次观察中，该系统呈上升状态，那么，在接下来若干次观察中，它很可能会下降，反之亦然。如果 H 系数大于 0.50，系统是相关的或持久的：在若干次观察中，系统呈上升状态，那么在接下来的若干次观察中，它很可能还会上升；反之亦然。比方说，H 为 0.60，那么正向运动之后仍然出现正向运动的概率为 60%。

H 可能随时间而改变。举例来说，H 可能有些时候超过 0.70，接着降到 0.50 附近，而后再次增加。H 值不等于 0.50 期间（也即在回归 0.50 附近之前）的观察次数（或时间期限），是衡量该系统平均周期的尺度。

假设 H 在一段时间内持续超过 0.50，这一时期的长度就是衡量该系统记忆性的尺度——也就是说，过去时间对当前和未来事件的影响程度。在投资分析领域，它衡量的是投资者可以充分利用信息、占取优势的时期。

20 世纪 90 年代，一些市场分析师想到，也可以把 H 指数用到市场上，判断市场是否随机。有一个人甚至出版了他所得的结果。波士顿的一位基金经理，埃德加·彼得斯（Edgar Peters）把 H 指数用到了从 1950 年 1 月到 1988 年 7 月间（整整 38 年）每个月的标准普尔 500 指数数据上。[3]

彼得斯发现，在大约 4 年的平均周期里，H 是 0.78，也就是说，标准普尔指数里头有着很强的持久性因素存在，并不完全是一个随机过程。然而，一旦超过了 4 年的平均期，H 就跟 0.50 没有太大的区别了（实际 H 值为 0.52）。因此，彼得斯得出结论，4 年一过，标准普尔 500 指数就丧失了记忆性。故此，标普 500 指数不是随机的，平均而言，今天的事件会持续影响将来 4 年里的股价。

又一波新浪潮

市场混沌行为的研究，把经济学家的完全竞争市场之梦打了个粉碎。赫斯特的 H 指数表明，市场并不如有效理论的假设，它不是线性的；而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最初从物理学混沌理论发展出来的原则，对有效市场理论中市场理性的假设也提出了怀疑。

1987 年詹姆斯·格雷克（James Gleick）出版的畅销书《混沌》（基本上就是对自然科学领域的混沌做了一番通俗的介绍），让混沌理论流行开来。1988 年，圣菲研究所（Santa Fe Institute）出版了一本专著，凸显了混沌理论在经济和金融领域的潜在角色。之后，多恩·法摩尔（Doyne Farmer）和诺曼·帕卡德（Norman Packard）又将它轰轰烈烈地带人了“物理金融学”的领域（也即物理和金融的融合学科）。这两人在物理金融学上的探索，托马斯·巴斯（Thomas Bass）在 1999 年出版的《预测者》（*Predictors*）做过详尽介绍。由于这些作品广为传播，混沌理论在经济和金融系统非线性动态行为的研究中变得日益重要，发展迅速。

通过混沌理论，物理学家发现，宇宙中许多以前认为是随机（不可预测，没有表现出模式）的现象并不随机，而是有着明显的模式。简单地说，混沌理论认为，宇宙中出现的事件，看似随机，其实有模式可循。因此，表面上的随机系统（只包括传统线性模型下的随机运动或行为）说不定是确定的，或是表现出更复杂的内在依存性，只不过，这种依存性超出了简单线性模型所能揭示的范围。

混沌理论起源于 19 世纪法国数学家和物理学家亨利·庞加莱（Henri Poincare）的研究。庞加莱研究的是著名的三体问题。[4]牛顿利用运动定律和万有引力法则证明，人能够准确地计算出两个互相吸引的物体将来的位置和速度。然而，不管是牛顿，还是之后的任何人，都没能计算出三个或三个以上互相吸引的物体将来的位置和速度会是什么样子。

科学家们在发送太空探测器上火星和其他星球时，反复碰到这个“三体问题”。他们绘出航线图，说明探测卫星到达时，目的地行星（不是发送探测器的那颗行星）正处在自己轨道上的什么位置。但不管怎么测绘，总是必须进行中途修正，因为牛顿物理只能准确预测两个物体之间的相互作用，碰到三个物体，就无能为力了（好多探测器就这么在太空里迷失了）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庞加莱把三体问题归结到多体系统本身固有的非线性上，因为“初始条件上的细微不同，会在最终现象上造成极大的差异。在前者上出一点小错，在后者上就变成了大错”。这一看法，也即现在混沌理论的核心内容，叫做“对初始条件的敏感依赖性”。

说到对初始条件的敏感依赖性，典型的例子就是气象学里的蝴蝶效应。它的首倡者是20世纪60年代初麻省理工学院的气象学家爱德华·洛伦茨（Edward Lorenz）。他说：“事关气象的动态方程对初始数据非常敏感，这个地方的蝴蝶扇没扇翅膀，说不定就关系到另一个地方发不发龙卷风呢。”[5]

假设有一块空荡荡的冰球场。一个人在场地中央放置一枚冰球，然后朝球场的另一头击打它。他测量了击打的角度、冰球受力的角度，以及冰球反弹的角度。随着冰球在球场周围不断反弹，他继续记录冰球的受力和反弹角度。

假设没有摩擦，冰场上冰球的运动规律是这样的：它撞上围栏的角度，总是等于它从围栏反弹开去的角度（类似的事，打台球的人应该很熟悉）。这样的规律意味着我们确立起了一套确定性的系统，在这个系统下，冰球将来的位置总是能够精确预测出来的（假设已知它的实际或平均速度）。

但现在假设冰球最初的位置偏差了小小的几度，这个变化非常小，测量的人根本就没观察到。等冰球撞击了围栏一两次之后，预测者预测的位置说不定就不准确了——尽管只有一点点的误差，可以忽略不计。可随着冰球之后又一次次地撞上围栏，误差量将呈指数倍扩大。很短的时间里，预测就会错得离谱了。

因为冰球初始位置测量上出现的误差，让冰球的运动显得随机和不可预测；但要是一开始测量准确，也就能准确预测了。混沌系统的标志性特征，正是这种对初始条件的敏感依赖性。[6]为了测明敏感依赖性的存在，洛伦茨和他的后继者们开发出了一些有趣的工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图形与吸引子

传统上，时间序列数据是用传统的坐标几何来绘制的。例如，要绘制一只股票价格的时间序列，那么，价格就标示在纵轴上，时间标示在横轴上。

在物理学中，惯常的坐标几何图形可以变成一种更强大的图形，也即绘制在相空间的“相图”，它能描绘出一个系统存在的各种变化可能性。为了说明时间序列数列的坐标几何图与同一数据的相图有什么样的异同，我们使用钟表这个经典的例子，同时引入“吸引子”的概念。

不妨设想一台受机械力驱动的稳定钟摆。它会以一个稳定的速度来回摆动，除非我们关掉它的动力，否则它是不会停下来的。如果用坐标几何图来描绘这台钟摆的运动，它会是一条上下波动的线，随着时间的推移，它的高度保持不变，如图 3-1 所示。[7]

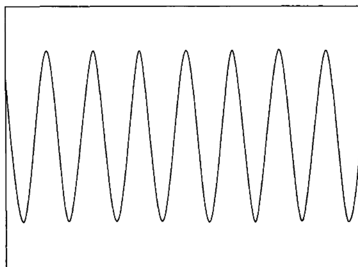


图 3-1 受力钟摆的时间阶段图

我们可以把受力钟摆的相空间图预先设想成一个矩形。在相空间的任何时刻，钟摆的角度都决定了一个点在横轴上的位置，而速度则决定该点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在纵轴上的位置。故此，相空间的钟摆图会形成一个环，说明钟摆的连续运动重复通过相同的位置序列，如图 3-2 所示。这种不断的重复就叫做一个有限循环，或一个极限环吸引子，因为钟摆（可称之为一个系统）只受这唯一一个（有限）循环的吸引。

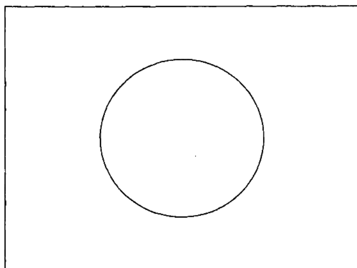


图 3-2 受力驱动钟摆的相空间图："极限环吸引子"

再来想想不受持续机械力驱动的钟摆，你要先手动地把它拉到轨道的一端，再松开手。因为没有持续的机械力驱动，钟摆会来回摆动，速度渐渐放慢，越来越接近静止。对这种不受力的钟摆进行解析几何描绘，一开始是跟前述受力钟摆同样的上下波形线，但这条波形线的高度会随着钟摆的速度放缓而逐渐降低，如图 3-3 所示。

这种钟摆的相空间图，一开始也会显得像是要形成圆环的样子，但由于它的速度不断变慢，图形会随着钟摆放缓而螺旋向内。相应的，图形会趋近于原点，如图 3-4 所示。本例中的原点，叫做点吸引子，因为钟摆（或系统）受唯一的一个点所吸引。

描绘这种图的另一种方法是，把相空间设想为解析几何时间序列图的侧视图。实际上，它就是从收缩的那个侧面看摆动时序图的样子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

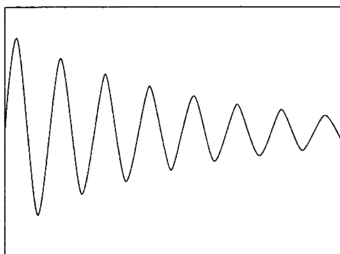


图 3-3 不受力驱动钟摆的时间序列图

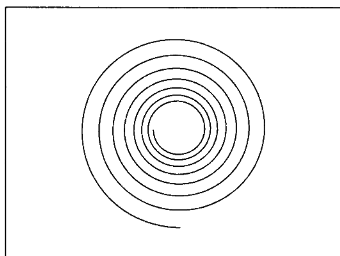


图 3-4 不受力驱动钟摆的相空间图："吸引力子"

现在来考虑第三种吸引子，也即物理学家所说的"奇异吸引子"。奇异吸引子描述的系统是这样的：该系统的相图既不是一个圆环，也不是螺旋形，而是显现出一些看似随机的轨道：它们既不重复，也没有周期性。然而，它们的运动范围是有限的。换句话说，相图存在于一个有限的空间，但在这个有限的空间里，有着数量无限的解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请看图 3-5 和图 3-6。图 3-5 描述了一个模拟天气系统的时间序列图，它暗示行为是完全随机的，类似典型的股票市场价格图。图 3-6 描述了相同系统的相图，揭示了一个奇异吸引子。我们还是可以把图 3-6 看成是时间序列图 3-5 的侧面图，概述了解析几何图形在相空间的表现形式。

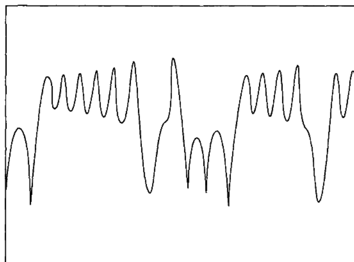


图 3-5 模拟天气系统的时间序列图

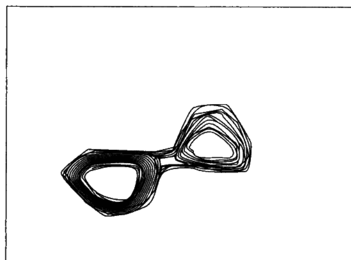


图 3-6 模拟天气系统相图：“奇异吸引子”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极限环吸引子和点吸引子没有表现出对初始条件的敏感依赖性：不管从什么地方开始，不受持久机械力的钟摆总会停在原点（也即它的点吸引子），而受力钟摆则会永远在轨道上循环（也即它的有限循环吸引子）。

包含了奇异吸引子的系统，则对初始条件表现出了敏感依赖性：系统在将来某个时刻所处的位置，是由系统开始的地方（或它之前所在的地方）所决定的。

拉伸

相图绘测的是，一个变量相对于其他所有变量的可能值会出现的值，故此，也就描述了一个系统可能出现的所有状态。相空间的维度等于所述系统中的变量数。一个系统是否表现出对初始条件的敏感依赖性，是由所谓的“李雅普诺夫指数”（Lyapunov exponent，LE，因其发现者，俄罗斯数学家亚历山大·李雅普诺夫而得名）所决定的。[8]

李雅普诺夫指数衡量的是一个变量在相空间相较于另一个变量的速度。正李雅普诺夫指数衡量的是相空间的拉伸：一个变量对另一变量的发散速度。负李雅普诺夫指数衡量的是相空间的收缩：系统受干扰后的还原速度。故此，点吸引子和极限环吸引子的李雅普诺夫指数绝不为正，因为这类系统总在收缩。

对点吸引子而言，它的维度总是收缩到一个固定的点上，也即原点；对极限环吸引子，所有的维度都会收缩到除了因其相对位置不变而创造了整个循环的那一点之外的另一点上（因此李雅普诺夫指数为0）。对奇异吸引子来说（也包括并未对初始条件表现出敏感依赖性的系统），至少有一个李雅普诺夫指数为正，这样附近的轨道上才会存在发散。

创造李雅普诺夫指数的作用是跟信息理论联系起来，确定以二进制计算机语言传递的信息得到正确理解的可能性。它衡量了随着额外比特的信息加入系统，沟通不确定性的增加情况。

为了应用到公共资本市场上，衡量我们对当前条件的认识，人们把信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息比特的概念做了重构。举例来说，在股票价格数据（如每日收益）的一段时间序列上，正李雅普诺夫指数指的是信息量或预测力每天的损失。

比如，李雅普诺夫指数是每天 0.05，意味着信息在 20 天以后就变得毫无作用（也即 1/0.05）。因此，李雅普诺夫指数衡量的是信息在特定时间内做预测的可靠性。

波士顿基金经理彼得斯同样用月度数据，计算了标准普尔 500 指数（1950～1989 年间）的李雅普诺夫指数。他的计算结果是，李雅普诺夫指数稳定等于每月 0.024 1。每月的李雅普诺夫指数等于 0.024 1，意味着信息的可靠性以每个月 0.024 1 的速率在衰变，因此，从这一尺度来看，系统的平均周期长度大致等于三年半（1/0.24 1 约等于 42 个月）。请注意，这一结果跟彼得斯用 H 指数所做的分析是差不多匹配的。

彼得斯还计算标准普尔 500 指数（1928～1990 年）90 日交易数据的李雅普诺夫指数，此时该指数等于每 90 天 0.098 83。这一结果跟月度李雅普诺夫指数和 H 分析计算的结果是基本相符的：系统的平均循环周期长度约为 4 年（1/0.098 83 约等于 10 个 90 交易日周期）。基于上述计算，公共资本市场表现出了对初始条件的敏感依赖性，属于混沌行为而非简单的线性有效行为。

分形

检验混沌的另一种方法是判断系统是否具有分形维度。有着分形维度的系统不服从欧式几何定律。欧式几何从维度上对自然做了简化和组织：欧氏几何里有点，点没有维度；有直线，直线只有一个维度；有平面，平面只有两个维度；有立体，立体有三个维度。这样的简化其实是试探性的：自然物体并不完全与之吻合。然而，直到分形几何确立起来以前，我们要应付的就只有这些维数。

分形几何是由数学家兼科学家伯诺伊特·曼德勃罗（Benoit Mandelbrot）最初确立的，1993 年，他赢得了沃尔夫物理学奖。[9]他观察到，自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然物体并不像欧式几何描述的那么简单："云不是球形的，山也不是锥形的。"又比如，一张纸，折叠有限次之后，该如何把它用欧式几何归类呢？

它不是纯粹的三维，因为它没有固定的形状（它有折痕，有裂缝）。（从数觉的角度来说，它的整个表面并不是完全可分的。）它也不是二维的，因为它有深度。事实上，它的维度介于二和三之间。这一性质使得这张折叠过的纸分形了：它的维度是一个分数（2. X）。

对时间序列数据而言，维数取决于数据所属的系统是随机的，还是非随机的。如果系统是随机的，那么来自该系统的数据会表现出这种随机性，并有一个尽可能最大的维数。假设数据写在一张纸上，那么数据的最大维数就是 2（也即纸张本身的维度）。此时，数据填满了一个平面。

如果一个系统是非随机的，来自该系统的数据也会表现出这种非随机性，同时体现出分形维度：数据不会填满平面，而是重叠在一起。重叠在一起，表明相互关系在影响数据（也即，使得它非随机）。

随机和非随机时间序列的这些不同特性，可以用另一种不同的方式来理解。比方说，一张折叠的纸，我们一般认为是三维物体，但也可以看做是将一个分形嵌入了大于它自身的维数上。这个较大的维数，就叫做嵌入维数。

分形在放置到嵌入维数时，仍保留着自己的分数维；随机分布却不然。因此，不同于非随机分布，随机分布会填满自身的空间，就像气体充斥了容器那样：气体分散开来，因为它们的分子并不是绑在一起的。当然，这就是前面讨论过的布朗运动的显著特征。

彼得斯计算出标准普尔 500 指数的分形维数是 2. 33，他还计算了全球其他股票市场的分形维数，它们无一例外都是分数。日本股市是 3. 05，德国是 2. 41，英国是 2. 94。其实，这就是股票市场并不符合有效市场描述的最有力证据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复杂性

爱因斯坦说“时间在不同的情况下以不同的方式运行”，不妨从这个角度来想想 1987 年的股市大崩盘（以及其他市场暴涨暴跌的时期）。有一个直观的例子可说明市场崩盘表现出了混沌行为。首先，从非线性的视角来看待市场时间，交易量巨大的时候，时间扩展（加速）；交易量稀少时，时间压缩（放缓）。市场时间具有速度（内在时间）的证据，我们可以从价格的持续性和不连续性上看出。

在混沌理论的描述中，价格的持续性叫做“约瑟效应”，它源自大家都很熟悉的圣经典故：约瑟为法老王释梦，说七丰年之后是七荒年。出现明显的牛市和熊市，且持续相当长的时间，就是这一现象在公共资本市场里的体现。

定价的不连续性在混沌理论里叫“诺亚效应”，取自圣经里大洪水的故事。公共资本市场在价格变化上表现出诺亚效应。举例来说，IBM 的开盘价是 50，收盘价是 30。这并不一定意味着在该交易日的某些点上，投资者可以用 40（或 50 到 30 之间的其他任何数值）的价格买入 IBM 公司的股票。相反，股票价格的变化是不连续的，这一时刻，它可能以 45 的价格交易，下一时刻，可能连 35 都卖不出去了（这种事，短线炒家见得很多，下一章我们会做进一步的讨论）。

价格持续性（约瑟效应）和不连续性（诺亚效应）的交替存在表明，自然的顺序时间——线性概念——并不是衡量公共资本市场现象的最准确计量尺度。当价格不连续性（诺亚效应）占优势时，市场会出现大幅波动，市场定价相对不稳定，因为内在时间和交易活动比自然时间和信息收集要快。当价格持续性（约瑟效应）占主导地位时，价格相对稳定，因为内在时间跟自然时间大致相等甚至稍慢。

时间的内在速度可能跟自然时间的速度有所不同。价格变动甚至会先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现于信息变化。投资者和其他市场参与者既不完全吻合同质期待的线性假设，也不同于噪声理论里的普遍不理性假设。

相反，投资者有着多种多样的期待，这些期待有可能是理性的，也可能是不理性的，它们可根据若干变量来界定。在这些变量里，最主要的一条是投资者设定的投资时间范围，有些非常短，比如短线炒家；有些非常长，比如中央银行。

不同时间维数的值域造成了约瑟效应和诺亚效应、价格的持续性与不连续性，造成了过早或过迟的信息调整。短线炒家对新信息的反应更快，长线投资者的反应较慢。因此，信息的变化不会带来价格的等比变化。事实上，要是短线炒家的数量远远超过长线投资者，波动性会增加。

由此造成的变化构成了新信息，此时，还是根据离散时间维数的范围，价格再次发生了一轮变化。光是多种多样的投资者和时间维数就够复杂了，金融市场的愈发全球性，把情况变得更复杂了：消息本身是动态的，一般 24 小时里就能传遍全球，影响到东京，接着又来到伦敦/法兰克福，再接着来到纽约，然后继续绕着地球跑。

在这样的现实里，市场面对信息做出及时且毫无偏差的调整，显然叫人难以相信，可这也不一定就说，市场所有的事先或事后调整，都是非理性的噪声交易造成的。理论上，在完全竞争市场中，增量信息的变化应该会使价格发生成比例的变化。

但信息变化并不会带来成比例的变化。从混沌动力学的角度来看，这些不成比例的变化可以看做最初测量误差导致价格随时间推移产生指数倍变化的结果（类似冰球和蝴蝶效应的例子）。

行为金融学

这些系统的复杂性和价格黏性不仅为怀疑有效市场理论提供了新的原因，也为人们观察到的股票价格非线性依赖性以及可能存在的混沌现象提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出了一部分的解释。毫无疑问，它们表明市场行为比有效市场理论说的更复杂。这对市场有效是个坏消息，对承认现实的投资者却是个好消息。

经济学家在解释一部分的市场过程时，有效市场理论仍然是很有价值的——公共资本市场的交替性，或许既包括了随机因素，也包括了非随机因素。但是，这里的部分有效性，不管什么时候都不能理解成是“相对有效”，“合理有效”，“充分有效”，或者“比无效要有效”——1987 年股市崩盘动摇了人们对有效市场理论的信心之后，该理论的好些追随者不得不做出如上的争辩。

1987 年以来，各大院校的新一代的经济学家也开始对有效市场理论发起挑战。耶鲁大学的罗伯特·席勒首倡了一门名为行为金融学——涵盖了经济学、心理学、生物学、人口统计学、社会学和历史等多个领域——的新学科，向有效市场理论的数学基础提出了怀疑。

行为金融学的开拓者们找到了大量证据，支持了巴菲特的两大常识性主张。其一是，股价的短期高低起伏，分开了价格与价值，可从长期视野来看，价格必定要跟价值挂钩。正如哈佛大学的安德烈·施莱弗（Andrei Shleifer）对此研究总结道：“相对于资产或收益有着非常高估价的股票（成长股或热门股），往往是过去几年有着超高收益增长率公司的股票，将来会赚取相对低的风险调整后回报，而估价低的股票（价值股）则赚取相对高的回报。”[10]

第二是，证据显示，就长期而言，投资后一种股票（“价值股”这个标签虽然不怎么对，但对简化讨论倒挺有用）能带来优厚的回报。根据测量，施莱弗和同事们整理的证据表明，从长期看，“价值股”比“成长股”每年的收益要好上 8% ~10%。

早在 1981 年，席勒就指出，股市的价格太不稳定，根本不吻合有效市场理论。当时，因为他的这番言论，席勒的同行们简直对他“恨之入骨”。但他的研究站住了脚，并吸引到了一小群同道中人，包括前哈佛大学教授、后成为美国财政部长的劳伦斯·萨默斯。席勒检验了价格变化和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其后股东分红之间的关系，他发现，现金流异常平稳，而价格变化则很不规律（上下波动）。

席勒和他的同事约翰·坎贝尔意识到，价格变化是基本信息的变化以及对现金流的未来趋势不确定所致。可即便考虑了这些因素，席勒和坎贝尔估计，美国股市每年的收益波动，只有27%从基本信息变化的角度看是合理的。坎贝尔又和约翰·阿姆跟进了这一研究，采用了更新的数据，将这一估计值减少到15%。[11]

市场在某些日子可能是相对有效的，但并非所有日子都如此；又或者，它对某些股票相对有效，对其他股票却又不然。这些研究里提出市场只有15%～27%有效，哪怕我们退后一步，说有效市场理论80%都是对的，可就这样拿市场有效作为管理或投资方案，也错得太厉害了。巴菲特总结说："说市场经常有效，这样的观察是对的。"可是，市场有效理论的信徒们"进而得出了不正确的结论，说市场总是有效的。这两个命题之间的区别，就如同是白天和黑夜的区别"。[12]这个白天和黑夜的区别，就是格雷厄姆和巴菲特必须意识到的东西。他们两人对用数学解释市场并不热衷，只不过，他们都认为有效市场理论解释不了所有的市场行为。

对于当代经济学家钟爱建立有效市场理论，并把数学模型跟股市挂钩的倾向，巴菲特引用了查理·芒格的一句名言来形容："有人手里拿着铁锤，就觉得所有的问题看起来都像是钉子了。"[13]格雷厄姆则用亚里士多德的说法："能判断特定主题在本质上存在多少的精确性，这是人们受过教育的标志。接受数学家给出的不确定结论，要求演说家给出严谨的论证，是同等的不智。"[14]

格雷厄姆得出的结论是："金融分析师的工作，处在数学家和演说家之间的某个地方。"[15]较之有效市场理论的信徒，行为金融学的先驱者们占了一个更好的位置来寻找这条中间道路，但他们承认，理解投资者和市场，他们仍有很长的路要走。我们在下一章将会解释，这桩任务非但没有变得简单起来，反而有可能越来越难了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章
Chapter4

波动性的增强

不管是有效市场的故事，还是混沌市场的故事，都不是对市场行为的全面阐述，但它们也并不存在互相排斥。相反，它们描绘出了一个连续统一体的两个端点，一端是完美定价，一端是价格与价值的严重偏离。处在该连续统一体边缘的这两个极点，是价格波动性的函数。价格波动性既可以把价格拉向价值（也即走向市场有效状态），也可以把它们拉开（也即市场无效状态）。

市场行为，到底有多大程度吻合有效市场的故事，又有多大的程度吻合混沌市场的故事呢？很难衡量。依照乐观估计，有效市场理论能解释过去几十年大概 80% 的股票市场行为，可这里有一个重要的问题：未来吻合它解释的市场行为，会占多大的比例呢？要回答这个问题，我们需要想一想价格波动性的源头，并判断这些源头是朝着更有效的方向发展，还是朝着价格—价值更加背离的方向发展。

导致价格偏离基本价值的波动根源如下：①市场参与者在交易时使用的信息质量；②受交易影响的行业市场很复杂；③市场参与者的纪律性。随着在线和计算机交易的兴起、遍布整个互联网的噪声信息泛滥涌动，我们大概可以有把握地说：短线炒家会让市场躁郁症走向越来越严重的两极失调状态。有效渐衰，混沌却方兴未艾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息波动性

股市波动性的第一个源头跟信息变化有关。信息波动既有一个正向（有效）维度，也有一个负向（无效）维度。

市场波动的有效维度指的是，市场能轻松地根据公司基本信息的变化，让价格发生变化。这些信息改变了与该公司未来业务前景相关的不确定性。举例来说，美国最高法院宣布，美国食品药品监督管理局（FDA）没有监管烟草产品的权力，此时，烟草股票的价格变化，就反映出了对监管环境更大的确定性。

这种类型的波动性，是任何市场所固有的。它反映了一个简单的事实：股票市场价格是衡量现金流对股东未来价值的尺度。这一尺度内在的不确定性，意味着有效市场的价格总会在对价值的最佳估计值附近徘徊。但随着信息的变化，有关该价值的不确定程度会变化，价格也会发生相应的变化。

我们很难有理由相信，这种正向信息波动现在比 10 年前或更久以前变得更好了，或者更坏了。一方面，随着全球化、新技术的普及和迅速变化，企业商业价值的不确定性变得更大了。20 世纪 90 年代末和 21 世纪初股票价格的大幅波动，有一部分可能就在于这种业务波动性的变大。另一方面，人们有了更优越的工具来衡量、管理业务和财务风险，适应这些新的变化。因为好坏因素相互抵消，所以，尚无根据判断正向信息波动将来会变得更好还是更快。

负向信息波动性有另一个故事。有些交易是建立在与企业基本价值无关或不准确信息基础上的，这类交易构成了信息波动性的无效维度。负向信息波动性包括历史悠久的财会造假（第 9 章会做讨论）以及其他旨在支撑股价为目的的手法（如回购股份，第 13 章会做讨论）。但这些问题貌似并不比从前更严重，当然也说不上有所减轻。基于裙边效应或超级杯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效应的古怪交易策略，也属于负向信息波动性，不过，这些策略倒是变得越来越时髦（也越来越愚蠢）了。

基于不成熟信息、毫无根据的谣言和投机预感、希望、美梦和谎言所完成的交易越来越多，这会加剧负向信息波动性。信息传播方式和速度的变化，在带来了大批高质量信息的同时，也造成了低信息的泛滥。负向信息波动性扩大，导致价格与价值的偏差越来越大。

在传统经济下，有效市场理论看似正确，一部分是因为市场消化的信息，质量比新经济交易环境下要高。主流媒体发挥的重要过滤作用，给传统经济新闻带来了益处。《纽约时报》、《今日美国》、《华尔街日报》和其他名报名刊传递的信息和新闻，一般是靠得住的，因为它们顾惜自己多年的名誉，有高素质的记者，会对信息加以专业的审查。

现在，你仍然可以从这类媒体上获得筛选后的新闻报道，但在你得到这类信息之前，未经过滤的信息早就放了出来，让前者变成了垃圾。从早报和晚间新闻里获得经核实信息的日子几乎一去不复返了。美国人一整天里都不停地接受信息，报纸、广播新闻、永不中断的有线新闻节目、互联网报道，同事们和朋友们唯恐你错过而转来的谣言电子邮件“新闻”。

“及时新闻”的泛滥，扰乱了新闻原有的循环模式。记者从前是在24小时的新闻周期里工作，他们对信息加以收集、研究、采编，之后再印刷出来，现在却是人一到场就开始发布结果。报社记者根据今天的市场行情，以及所有其他新闻出口——有线电视新闻、互联网和传统媒体——流出来的消息播报明天的故事。

可等这一轮新的新闻循环完成之后，报纸上实际登出来的新闻要么成了过时货，要么是没刚发现时那么重要了。为了追求速度，牺牲了新闻的质量。在这个世界里，你能更早得到数据，但你得到的方式跟老式新闻循环下的记者们一样：没有筛选过的一堆草稿。

2000年8月，光纤通信设备制造商Emulex股价暴跌20亿美元，就是这些力量在背后搞鬼。主要的新闻机构，包括彭博社、道琼斯和CBS、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Marketwatch. com，发布了一条消息：Emulex 的 CEO 宣布辞职，并打算重新汇报前两年的收益。事后，人们才知道这是一条假消息。设计骗局的是一家新闻机构的前雇员，他知道如何在互联网上发布消息，而那些一心想着爆猛料的组织正好上了当。这起骗局除了搞垮了 Emulex 的股票，还连累无数其他光纤公司的股票价格跳水，大量纳斯达克的上市企业都受了影响。[1]

经纪公司的网上播报也是负向信息波动性的一个源头。大型券商的分析师越过了传统新闻媒体，直接在自己的网站上发布视频信息。他们对市场情况发表意见，要人关注他们青睐的股票。大多数券商承认，自己不是在报告新闻，但他们说，这是在提供信息。投资者在接收数据时往往忽视这之间的区别，根据它进行交易，却没有意识到这不过是券商的营销手段，并不是受中立性约束的传统记者审核后发布的消息。

但负向信息波动性的最大源头，还要数肆无忌惮地在网上，尤其是论坛和聊天室里发布未审核消息的大小网站。在网络论坛上散布消息很容易，而且大多数时候是匿名的，所以说，网络论坛和大多数只发布信息和新闻传播的渠道不同，它没有任何的过滤性。如果说有效市场理论中市场无所不能的说法叫人很难相信，那么，到了现在，任何人都有能力同时向其他数百万人公开或匿名地散布谎言、谣传、蓄意捏造的假消息，这个概念可谓是荒诞到底了。

随便哪一天，四家最大的投资论坛——雅虎、Silicon Investor、Motley Fool 和 Raging Bull——都涌动着超过 3 万条信息。这些论坛供应商没有哪一家会根据准确性筛选信息，帖子张贴之后就没人管了。它们还都允许发布匿名信息，发帖人想用多少个不同的名字都行。

连买杯咖啡的钱都用不了，任何人都可以找家网吧登录，在诸多便利匿名发帖、难以跟踪的服务（名字挺可爱，叫“匿名代理服务器”）里选上一种，针对某家公司（或者任何话题），想说什么就说什么。美国证券交易委员会会派调查员定期浏览网站，寻找潜在欺诈信息，也有些公司看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到谣言满天飞时会想要解决一下，但这些努力并不能保证你读到的东西真的有价值。

风言风语——也就是传了没多久很快就消停的互联网帖子——要算是负向信息波动里最轻微的形式了，但这些谣言同样对股价有着突出的影响。2000 年年初，网上有些毫无根据的说法，说巴菲特的健康状况出了问题，伯克希尔·哈撒韦公司的股价便因此受了影响。1996 年，谣言满天飞，说刚推出了"舒伤风"（Cold-Eaze）感冒药的奎格利药厂，其管理层是一伙黑帮分子：公司的股价立刻从 37 美元跌到了 10 美元。Cirrus Logic 公司总裁兼 CEO 迈克尔·哈克沃思的遭遇更加出格了，他上雅虎网站，看到有消息说他"久病过世"。[2]

动机比风言风语更险恶，对股价影响更大的是故意欺骗。骗子采用一系列古老的欺骗手法，以极低的成本在互联网上行骗，这么做，被发现的概率是极低的。[3]垃圾邮件就是骗子行骗最廉价的方式。花上几百美元，垃圾邮件制造者就能买到软件，从网上采集到数万个电子邮箱地址。一份电子邮件发送列表轻而易举地就设计好了。再多出点钱，比方说 10 000 美元吧，垃圾邮件制造者就能买到包含了数千万地址的邮件地址。接着，他们会伪造各种消息，发送到这些邮箱去。

偶尔，这些垃圾邮件制造者也会给逮到。有个家伙就落了网，他发了上百万封垃圾邮件，为两家公司的股票招揽生意，自己也收取一定费用。此人并未泄漏自己的真实身份，也没有交代是谁出钱让他到处散布这些信息。1998 年 10 月，美国加州的一家法院对此人处以罚款，禁止他再做此事。[4]还有一件类似的案件，有个刚出狱的惯犯，身上还背着证券诈骗的缓刑，一口气发了 3 000 万封垃圾邮件，散布有关他公司的消息，想要把股价抬高，好筹钱偿还从前被自己欺骗的受害者！新一轮金字塔骗局开始了！

还有一种更复杂的垃圾邮件技术，它会隐藏电子邮件的来源和发信人的身份，让邮件显得像是误发给收信人的样子，叫收信人觉得自己"偷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听”到了别人私下沟通的小道消息。2000 年年初有个案子，两名男子被指控犯有证券欺诈罪，他们给美国在线的用户发了 10 万多封电子邮件，捏造了几家小公司的消息，“赚”了 100 多万美元。[6]这几家小公司，是 2000 年年初网络狂潮时众人垂涎欲滴的对象：没有收入，没有利润，大多数甚至没有持续的业务。另外很多案子是这样的，垃圾邮件制造者把发件人地址乔装打扮，这样，在收信人眼里，这封信看起来就像是大型投资银行董事会的内部备忘录，里面包含了若干股票的“内部”信息。[7]

其实，所谓的“小道消息”从来都靠不住——不管是从住对面的邻居嘴里听来的，还是从理发师、牙医那儿听来的。一流的投资家菲尔·凯睿建议，要像躲瘟疫一样躲开这些东西；撰写交易市场编年史的埃德温·利费夫敏锐地评论说：“华尔街的专业人士都知道，靠‘内幕消息’操盘叫人破产的速度，比饥荒、瘟疫、庄稼歉收、政策调整或者任何一种正常的‘意外事故’都来得快。”[9]格雷厄姆说得更简洁：“免费给的建议，多半不怎么样。”[10]

但网上传布的这种新型小道消息，有些不同于以往的特点：造谣的人、听信谣言的人、照着谣言做的人都比以往更多。传统的欺诈手法搬到网络上之后，不光是有可能上当的人的范围扩大了（罪犯收到的票子自然也更多了），而且，张贴到大量的经济类讨论版和聊天室之后，它们带上了特殊的分量。这是因为论坛和聊天室经常能在参与者里制造出一种互助友爱的精神，用户们容易对彼此产生信任，相信对方说的话。

如今网上的最经典骗局是“拉高再抛售”，骗子们这一招已经耍了很多年。例如，早在 1996 年 10 月，有个庄家按每股 1 美元左右的价格买入医疗公司 Omnigene Diagnostics 的股票，接着就到美国在线的论坛上发了一大堆谎话帖子，说这家公司的股票是大热门，价格很快会涨起来。短短 6 个星期，该公司的股价冲到了将近 7 美元，这位庄家此刻抛出股票，非法地大赚了一笔。直到该公司的一位员工到公司自己的网站上把所有的操作和财务问题全都公布出来，谎言才被揭穿。美国证券交易委员会下令暂停

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该公司的股票交易。等它恢复交易之后，股票的成交价回落到了“拉高再抛售”骗局开始前的 1 美元以下。[11]

还有一个较近的例子。1999 年 11 月一个星期五下午，比佛利山有 3 个 20 来岁的年轻人用几分钱一股的价格，买了一家破产商业印刷公司 NEI Webworld 50 000 股的股票。接着，整个周末，他们都在加州大学洛杉矶分校的计算机上，到三大最热门的金融论坛——雅虎，Raging Bull 和 Freerealtime——“盖楼”。他们贴了差不多 500 条假消息，说这家一钱不值的公司马上就会有人来收购了。星期一上午一开盘，在谎言的推动下，NEI 的股票飙上了每股 8 美元，当天最高的价格甚至到了 15 美元，三人帮此刻立即出手，把手里的股票卖了，净赚将近 364 000 美元，之后，这只股票马上又跌回了几分钱。[12]

目睹如此骗局，证券交易委员会和加州的律师署跳了起来，几天之内，就确认了骗子们的身份，以违反《联邦证券法》（就交易证券编造重大谎言）起诉了他们。证券交易委员会揭发了充斥互联网论坛和聊天室的大量谬论，说它们的价值比路边的涂鸦还不如；《华尔街日报》也断言，有些垃圾消息比真正的垃圾还糟糕，这说得一点儿没错。

说到著名的互联网骗子，“Yun Soo Oh Park”要算其中最臭名昭彰的一个。此人又名“东京乔”（Tokyo Joe），2000 年年初，证券交易委员会指控他犯了民事欺诈罪，在自己的网站上发布误导性的投资消息。证交会说，1998 ~ 1999 年期间，东京乔使用冲销策略，买入股票，在自己的网站上为这些股票大说好话，之后等大众买入带动股价上涨后再将之出手，如此赚了数十万美元。[13]

要这些把戏的，甚至不止靠负向信息波动性赚快钱的骗子。早在 1999 年，PairGain Technologies 公司的一名员工在雅虎网站上发了一条消息，把用户链接到伪造的彭博社新闻网页上，上面捏造了个故事，说 PairGain 马上就要被收购了。因为这个“消息”，公司股票价格高涨，尽管造假的人并没有从此事里赚取任何金钱，仍被判了 5 年刑。[14]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要识别网络骗子是很难的，而且，你也没法指望当局发现新骗子之后真的会严加惩处。2000 年年初，证交会发现 4 个乔治敦大学法律系的 3 年级学生（还有这几名学生之一的母亲，她碰巧是科罗拉多州斯普林斯的议员！）在自己的网站上靠“拉高再抛售”的骗局非法获利近 35 万美元，但这一回，证交会居然和骗子们“和解”了。不入狱，不罚款，甚至无须上缴非法所得的赃款。骗子们只需答应下次不再犯了就行。[15]

在一个人人都能轻松买卖股票的世界里，要“拉高再抛售”的把戏很容易，要“压低再买入”的把戏也是小菜一碟。压低股价的人靠卖空得利，他今天买入股票，答应按之后肯定会出现的一个价格付款，所以，当股价下跌，他就好处落了腰包。他散布虚假谣言，说公司销售额下跌，为种种问题所困扰。于是，股票价格大跌，骗子以低廉的价格买入，等人们发现一切都是空穴来风，股价涨回原价位的时候，他再卖出。[16]发布 Emulex 假消息的人，正是打算这么做。

骗子们居心叵测、厚颜无耻，当局监管不力、执法不严，这些姑且不论，中招者的没脑子实在罪无可恕。举例来说，哪怕是个中学生，也能上证交会的网站或者其他可靠的数据库去查一查 NEI 公司的情况，这样，谁都能立刻发现它早在一年前就申请破产，它在达拉斯总部的电话号码已经作废，它也没有任何的资产，不再开展任何业务。可仍有那么多人会根据网上的胡言乱语，一点儿不去了解公司的基本业务状况（管理层或其他财务信息就更不用说了），就买了它的股票，这可真叫人吃惊。

说到中学生，这儿还有件好玩的事儿：有个高中生把在网上搞证券欺诈当成了课余爱好，而那些理应懂得更多的“大人”们却输了 25 万美元给他。这孩子 14 岁的时候就开始骗人了，他在聊天室和论坛里发布了上千条假消息，提及了 9 家莫名其妙的公司的股票，然后设定自动交易，等相关股票涨到虚高的价格立刻卖出。他对自己的罪行不置可否，不承认，也不否认，但他向证交会保证再不做这样的事，并退回了骗款（可也无须缴纳额外的罚款）。[17]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诸如此类的荒唐事，还有更多没能曝光的案例，表明负向信息波动性在急剧增多。显然，它们不属于市场有效的证据，更不能证明市场正朝着越来越有效的方向走。相反，它们有助于解释第1章里提到的市场躁狂症，它不时地在贪婪与抑郁的两大极端做大回旋。这些事情，能发现、管制的很有限，加上公众又是这么轻信，所以，在未来它们会继续折磨、困扰着市场。

有一点可以保证，还有很多其他的骗子在市场上捞偏门的快钱，而且，他们这么做还会导致负向信息波动性。这对市场有效理论来说是个坏消息，但对身为投资者的你来说，它们也没有那么糟糕，当然前提是你足够聪明，避开"拉开再抛售"的把戏，并巧妙利用因为这些人肮脏手段导致的价格与价值加速分离。

交易波动性

股票价格波动性的第二种源头跟交易有关，[18]这是市场交易形成价格的方式所导致的。任何一方都不可能单独采取行动，确定一只股票的价格。股市上的股票价格，是交易员们下单聚集到一起产生的结果。订单怎样聚集在市场上来确定价格呢？这是一件我们必须知道的重要事情，可惜经常被人忽视。

像纽约股票交易所这类传统市场上的交易是这样开始的：客户指示经纪人买入股票，就比如说以50美元的价格买500股戴尔。经纪人在有许多交易员忙碌的交易大厅接受订单。如果大厅里有另一个经纪人刚好接到客户以50美元的价格卖出100股戴尔的订单要求，这两人就可以帮客户交换股票。这不会导致价格的变化，当然也不会产生交易波动性。传统交易所很少发生这种完美的买入卖出情况（纳斯达克也一样，纳斯达克和传统股市的主要区别是，前者的交易匹配大多靠计算机完成，而不是靠交易所里真正的人来处理）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现实中，买卖双方是在不同的时间向经纪人下单，他们想交易不同数量的股份，想以不同的价格买入或卖出。这时，客户要等到有人愿意按相同的条件进行交易，或是让市场里的其他人接手这笔交易。这个“其他人”，在纽约证交所叫做“做市商”，在纳斯达克上叫“交易专员”。

要是经纪人找不到另一位经纪人准确交换客户的订单，这些中间人（做市商和交易专员）就接下这桩交易，这样，经纪人就不用一直等着合适的下家来。中间人替他们等，在买卖双方到达之后买入卖出股票，把市场做起来。

中间人提供这项服务来赚钱，靠的是以较低的价格（称为出价）买入股票，以较高的价格卖出（称为要价）。买入价和卖出价之间的价格差，就叫“买卖价差”。这时买方和卖方为无须等待所支付的价格。

买卖差价还弥补了做市商接下股票，好让其他人不必多等所承担的风险。做市商为股票做市，意味着他要承担自己或他人估价出错的风险。做市商的做市价，有可能高于股票的基本价值，也有可能低于股票的基本价值。

如果他们的做市价低于股票的基本价值，来捡便宜的买家会更多。可一旦买家来了（并按要价掏腰包），股票的价格就上去了。这样，做市商按要价卖出的股份会多于按出价买入的股份。这样一来，为了做市，有可能需要买进更多股票，再次抬高了价格。如果买卖价差太小的话，做市商就会亏损了。

应对这一风险，做市商的办法是拉大买卖价差——提高卖给买家的价格，或是降低从卖家手里买入的价格。股票价格的交易波动性就来自买卖价差的这类变化。这是一种不受欢迎的波动性，因为它不是股票基本价值的变化导致的，而是由于做市商想要避免估价失误（如前所述，订单来自不同的时间，有着不同的要求，出现这种失误几乎是不可避免的）带来的损失。

做市商对订单流的变化做出反应，同样对造成交易波动性。要是买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的订单多于卖出的订单，他们会提高出价和要价的叫价。他们这样做，是因为他们必须假定，订单的不平衡反映了股票基本价值上的变化。如果他们猜对了，提高叫价就反映了正向信息波动性（也即价格向价值靠拢了）。可要是他们猜错了，他们的出价就背离了股票价值，而这一变化又导致了交易波动性。

电子计算机网络（ECN）的兴起，向传统交易所施加了监管和经济上的压力，要求它降低做市所造成的交易波动性。ECN 只需要坐在电脑屏幕前交易就行了，无须通过经纪人、交易员和做市商。这种电脑技术的便捷性和透明度，让交易能像本章举的第一个例子（也就是两个经纪人交换了各自客户的订单，等待时间很短，甚至根本不用等待）里那样飞快地得到处理。

每个客户把自己希望做的交易贴上 ECN 的屏幕上，比方说，有个客户想用 50 美元的价格买入 100 股戴尔，另一个则想以相同的价格卖出。一旦买入单的价格和卖出单的价格匹配上了（如此例），那么交易就自动完成。中间人消失了，而价格是直接由订单双方在市场上碰头所形成的。故此，ECN 能够降低因做市商所要买卖价差导致的交易波动性。

然而，要是某笔 ECN 订单的价格不匹配，它就会跟交易专员和做市商的买入卖出叫价一起贴在电脑上。订单匹配不了，意味着一种天然的“订单失衡”，电脑也没办法。此刻必须有个中间人来插手买入或卖出，消除这种失衡，把市场维持起来。

就算理论上 ECN 有可能消除因中间人索要买卖价差所导致的交易波动性，除非行之有效地把市场关闭，否则也实现不了。因此，哪怕 ECN 的确能减少交易波动性，但没可能完全消除它。此外，我们还有一些理由相信，ECN 甚至不能减少交易的波动性——这取决于市场形成的方式。

在 20 世纪 90 年代末到 21 世纪初，ECN 的激增撼动了市场交易。这个市场的带头人是 Island 和 Instinet，它们两家都在这种电脑交易里做着很大的买卖。它们所得到的业务，就是传统交易所，以及传统交易所的参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者们——经纪人、交易员和做市商——没能得到的业务。对传统经纪公司人来说，因充当股票交易专员和做市商所得到的特权价值岌岌可危了。而对 ECN 平台的主持者，以及靠着使用 ECN 平台获得更多订单流的在线及折扣经纪人来说，要争抢的则是整个平台创造的新兴特权价值。

因此，毫不出奇，ECN 这种替代交易场所的急速发展，使传统经纪公司和新兴经纪公司在证交会及国会上展开了激烈的争辩。各门各派念诵的都是同一条经文，只是说法稍有不同：我们的目标是帮助投资者在每次交易时获得最好的价格。

传统经纪公司说，完成让客户获得最好价格的目标，最好就是让价格信息有着单一的来源[19]，所以它们提出，要有一个集中的订单中心，所有的订单都张贴在那儿，这样才能叫各方参与者帮助客户获得最好的价格。ECN 和在线折扣经纪公司则说，如果不同的公司之间存在大量的竞争，你才能得到最好的价格，所以它们提出，要一个分散化的系统，系统里有着大量不同的下单中心。在这场争辩中，纽约证交所和纳斯达克是一个阵营，ECN 的主要带头公司 Instinet 和 Island 站在另一个阵营。这两个阵营的整合谈判透露出来自方方面面的压力。[20]

这样的环境是没法消除交易波动性的。不仅如此，计算机系统大量使用所减少的交易波动性，很有可能为市场交易的另一种发展所抵消：股票价格的报价是以“分”为单位（“十进制定价”）的，不再是从前的 1/8 或 1/16（分数定价）。

从理论上讲，十进制定价是有助于价格跟价值相吻合的。假设说有种股票，每股价值 50.03 美元。在十进制定价系统里，它的报价就是 50.03 美元，而在分数报价系统里，它的报价大概是 50 美元整，或者 50.06 美元（也即 50 又 1/16 美元）。

出于同样的原因，十进制定价也有缩小买卖价差的效果，但它同时也意味着价差变化得更为频繁，这本身就是交易波动性的成因之一。转向十进制定价对交易波动性的增加程度，或许比不上 ECN 兴起而使交易波动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性减少的程度，但平心而论，ECN 兴起所减少的交易波动性，对提高市场效率的作用相当有限。

引入 24 小时交易制度后，事情就变得更加复杂了。比如说，星期三之后就放长假，那么交易时段暂停，市场波动性会趋缓。不过，市场狂泻有时会发生在周末连续休息两天后开市的那个星期一。因此，很难说清连续交易到底会提高还是阻碍市场效率。但这里有一段历史教训告诉我们，阻碍作用可能更大。在 19 世纪 60 年代，纽约曾设立过晚间交易所，证券交易所白天照常开市，到了晚上，股票和黄金交易转到夜市继续进行。这种做法只持续了几年，后因造成惊人动荡的投机泡沫而废止。

不管 ECN 在减少交易波动性上到底有多大的价值，它本身带来的第三种波动性也把这令人怀疑的优点给抹杀了。ECN 的兴起，意味着交易和获取价格的地点越来越多。对投资者和交易员来说，这意味着交易股票有了更快速、更廉价的方法，佣金更低，交易执行速度更快，收市后交易更多。这推动了资本的民主化，听起来很不错，可真的是这样吗？

凡是知道点沃伦·巴菲特的人都知道，最优秀的投资者会把自己看成企业的所有者，他们不会觉得自己拥有的只是一堆可以买卖的纸片儿或虚拟空间什么的。但当现有业主和新股票持有者提出的股票交易报价激增，使人们对价值的关注时，这种心态是难以为继的。

这么做的人越来越多，这么做的地方越来越多，由此带来的心理影响也就越来越大了。诚然，这些交易不管是发生在数千个不同的地方，还是发生在同一个地方，造成的心理影响都是一样的。于是价格就离商业价值越来越远。讽刺的是，不管是在什么样的制度下，这种波动性都存在；只不过，ECN 的兴起，潜伏着一种更大的危险：交易者的波动性。

交易者的波动性

出于无关企业基本价值的目的而做成交易时，交易者的波动性就出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。这一类的交易驱使价格更多地跟交易者的动机挂钩，而无关公司的商业价值。

使得价格与企业商业价值脱钩的交易决策范围很大，其中包括：交易者因为一些明显的经济原因进行交易，比方说要“重新平衡”投资组合；为满足个人需求或欲望卖出股票，如为了孩子的教育，为了改建厨房等。这里面最声名狼藉的一种，是出于投机和赌博的目的做短线交易。让我们就从这最后一点开始说起吧。

短线交易通常不以企业的基本价值为根据，而是看动量指标、板块轮动以及诸如此类一些荒谬可笑的技术性策略。如果交易建立在这些东西的基础上，必然会偏移价格。这一类的偏移，跟价值毫无关系，却进一步拉宽了价格与价值之间的差距。市场先生的高峰与谷底渐行渐远，孕育了非理性的繁荣和绝望。故此，短线交易是资本市场上最恶劣的发展倾向，完全无助于维持有序或理性的市场，更别提有效的市场了。

不少短线炒家说不定是完全理性的人，可也有很多人并非如此。心理失常能上新闻头条的不多，所以，上了主流媒体头版头条的短线炒家，就很值得我们注意了。举个最扎眼的例子，1999 年夏天，亚特兰大有个短线炒家因为在炒短线时大亏一笔，拿枪射杀了 9 个人，接着开枪自杀。还有个 44 岁的原本很顾家的男人，竟提前退休，拿着家里 78 万美元的积蓄杀入股市炒短线，后来还打算谋杀妻子（最终锒铛入狱）。[22]

这些倒霉家伙的故事，很难说得上表现了什么高度的理性，相反，他们可悲极了，但他们绝非孤例，也并非心理失常。2000 年年初，参议院下属的委员会就短线交易举行听证会，还发表了一份报告，列举了这一行里存在的诸多问题。报告的重点是支持短线交易的行业，它强调加强行业风险的披露，要对从业者实行许可证制度，交易者必须满足最低的财务要求。但它同时也简明扼要地指出，短线炒股并非精明之举。[23]

该报告最具说服力的结论是：75% 的短线炒家赔钱，典型的短线炒家每年要挣 11 万美元才能打平成本！这个数字十分惊人，但这套说法并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新鲜。早就有经典的研究指出，要是有人想跟市场打时间差，利用它的波动快速买进卖出，那么，他必须在70%的时候都踩准了点儿。你知道有谁能一贯地表现这么好么？在棒球比赛里，就算是一流的击球手——比方说罗德·卡鲁、乔治·布雷特，甚至泰德·威廉姆斯——击中率最多也不过是0.400呢（相当于40%的时候"踩准了点儿"）。

交易者波动性另一个同样重要的（可能在性质上稍微好一些）来源是"恢复平衡"的做法。讽刺的是，这种做法的主要倡导者是那些使用当代投资组合理论、信奉市场效率的人。"恢复平衡"大体上是这么操作的：假设一开始你有10只股票，每只都按你投资组合总成本的10%购入。有些股票价格上涨了，有些下降了。"恢复平衡"论者说，过一年（或者相隔任意一段时间）之后，看看新的价格。比方说，有5只股票涨了，5只下降了，大家的涨跌幅度一样。此时，在你的投资组合里，5只股票构成了你资产总额的75%，另外5只构成25%。"恢复平衡"论者说，你应该把75%那一组里的股票减少一些，降低它们在你总持有量中所占的比例。

这大概算得上是最愚蠢的投资指南了，可又十分普遍。你把表现相对出色的股票给卖了，却留着那些表现差的。为什么你会这么做呢？

它有可能是理性的，但绝不是出于所谓投资组合失去了平衡这个原因。如果你审查了公司的业务基础，认为它们不再满足你继续持有的要求：价格远远超过了价值；还找得到其他价格低而价值高的好机会；经济特征恶化了，或是管理层换上了更糟糕的人手……那么，卖掉表现好的股票是合理的。

著名的投资者杰拉尔德·勒布给出了跟"恢复平衡"一说相反的意见："要是你想卖掉一部分的股票，一定要跟自己的情绪性倾向对着干，你得先卖掉亏损的、利润少的或者完全没赚钱的那些。总之，先出手那些最糟糕的股票，把最赚钱的好东西留到底。"[24]这样的意见挺难照着办，尤其现在的投资顾问跟他的看法又不一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和勒布一样，彼得·林奇也认为“恢复平衡”的普遍做法太没道理，他说这就像打理花园的时候，给杂草浇水，却把鲜花给拔了。从这种没道理的园艺工作里得到好处的，不是“恢复投资组合平衡”的投资者或交易者，而是他们的顾问，这些人能从交易里拿到佣金；还有美国联邦政府和地方财政，它们从交易里收到了税。对这个问题，巴菲特的说法最是精妙。他问，芝加哥公牛队会不会因为迈克尔·乔丹对球队过分重要、过分宝贵，就把他卖给其他球队呢？这么做有道理吗？[25]

卖掉优质股除了愚蠢之外，对交易者波动性的“贡献”也相当突出。要是交易者按这种方式为投资组合“恢复平衡”，那么从定义上来说，他们的交易跟商业价值是无关的（除了偶尔的例外）。把不再“符合”投资组合的股票卖掉，给这一股票造成了价格变化的压力。但这种压力跟该股票的实际价值没有关系，跟它的感知价值也没有关系，只不过拉大了价格与价值的鸿沟而已。

最后，很多人都把股票市场当成了储蓄账户。他们把钱定期存在这里面，为计划内开支——如买房、给孩子付学费、享受退休生活——积累财富。这也是他们满足非计划需求存钱取钱的地方，比方说重新装修厨房，买 SUV，去异国情调的景点旅游。

对那些在股市里为既定长远需求——如购房、教育和退休——积累财富的人，我们很难加以挑剔。这些事情大多是需要长期投资的长远目标，所以，股市是积蓄这部分财富的合理场所。

但要非难那些把股市用做短期支出途径的人就容易多了。一方面，短期的股票投资风险极大。把有可能用来满足房屋装修等日常需求，或用来满足娱乐等普通愿望的资源放到股市里，根本就不理性。

但这两种利用股市的形式，对市场效率的实际效果都是一样的。卖出股票的决定，是基于需求（或欲望）而不是股票的基本价值。这同样造成了拉大价格与实际价值差距的后果。

ECN 和折扣网上经纪便利了交易、“恢复平衡”，以及通过股市进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储蓄。从积极的一面来说，它们降低了交易成本，可从负面而言，它们带来了更多的交易。这样一来，整个股市产生了更多的负向信息波动性，市场先生也更加疯狂。

每笔交易的附加成本降低了，结果人们却付出了更多的佣金，因为他们交易的次数更多了。这就好像是给经纪人们来了一贴里根式的鼓励政策。以这个行业的代表嘉信理财为例，它每笔交易的平均收入从 1997 年的 64.27 美元，减少到了两年后的 45.55 美元，可它每天经手的交易总量，却从 10.6 万笔增加到了 20.8 万笔。[27]嘉信理财的收入激增；我猜你一定知道买单的是谁。

病状预断

信息低质量、市场分裂、噪声交易等导致波动性扩大的后果，使股票定价越发失效。市场先生手里的钱（你支付的价格）和管理层手里的钱（你得到的价值），差距越来越大。

效率低下的症状和波动性扩大的结果，构成了第 1 章中罗列的所有现象，包括市场之间产生分歧（比如道琼斯和纳斯达克之间的分歧），市场先生像坐过山车一样急上急下。诸如 1987 年的崩盘和 1989 年的突变再也不像是孤立的偏差了；相反，20 世纪 90 年代末和 21 世纪初诸如此类的痉挛性大发作，证明这不是什么流行病，而是慢性病。

有效市场理论从来不是股票市场的完美解释，不管它从前站得住脚的根据是什么，在今天的市场环境下，它已经越来越飞速地走向破产。从前有金融媒体和投资专业人士充当重要过滤角色的时候，它或许有着一定的吸引力。尽管这些机构过滤得并不完美，可他们受过的训练、掌握的知识和专业技能（此外，对当时咨询师来说，他们感兴趣的是企业保险与合并这两项稳定的咨询业务市场）尚能让他们跳脱人类固有的缺陷，把握一定的优势地位。有效市场理论并没有因此变得正确，但的确因此变得还算说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得通。

网络、ECN、短线炒家和个人投资者的兴起，并未促进市场效率，反而妨碍了过滤，阻滞了市场效率。美国证券交易委员会主席亚瑟·莱维特在国会作证时说，ECN 的兴起造成了市场分割，同一只股票在不同的交易板块基本上是按不同的价格交易的。也许这会造成令人兴奋的新型套利机会，但亚瑟反驳现有股市效率的认识无可争辩。

正如下一章所示，市场行为的这些趋势意味着，管理者和投资者应该忽略证券的价格波动，关注真正的症结所在：依靠有力的经济特性来运营企业，并注意观察这些特性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章
Chapter5

抓住20%

就算知道公共资本市场的平均周期长度大约是4年，它也并未给你提供任何投资技巧，因为根本就没有技巧。再加上知道股市最多能达到80%的真实有效，而且这个比例还越来越小，这就证实了格雷厄姆的直觉：市场先生活着，只是仍然不大舒服。问题在于，怎么处理有效市场理论没抓住的那20%甚至更多的市场定价呢？答案是：善加利用。

也许，市场先生的躁狂抑郁症已经有了更准确的诊断，只是尚未得到普遍理解罢了。也许，非线性依赖的检测工具和对市场有效理论的颠覆，就像医学上对躁郁症更高明的临床诊断一样。也许，对这种疾病的认识加深，能减少一味的否定态度，带来一些治愈的希望，但这些都只是“也许”罢了。

能肯定的是：市场非常复杂。考虑到市场现象的多种成因，还有一点能够肯定：交易规则检测和其他华丽的投资公式，仍然是毫无意义的胡扯。当然，原因并不在市场是否有效上，而在于它要受市场情绪失调的影响。

“博傻理论”说不定言之有理：想买入股票，以便将来转手卖掉赚钱，需要有人愿意接手你想卖掉的东西才行。整个市场以信心为基础展开运作，从长期来看，市场能把东西顺顺当当地搞对，可短期它就没这么准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确了——这说不定也是真的。

市场非理性和混沌的特点，确实破坏了市场有效理论的断言，但它们也就这点儿本事了。它们并未破坏市场长期稳定的信息。恰恰相反，它们意味着，对那些明智而谨慎的人来说，对那些靠着企业分析工具武装起来的人来说，机会有的是。企业分析能帮助人判断该在什么时候利用市场先生强烈的阴郁情绪，又该在什么时候避开它的极度狂喜。

市场有效理论到底能解释多少市场行为，争论无止无尽。这是因为，它的信徒告诉我们，一旦这套理论开始失效，聪明人（比方说读罢本书，依照相应心态采取行动的人）的机会就来了，他们会出手，纠正失效。这样一来，市场有效理论就又还原了。可到底是东风压倒西风，还是西风压倒东风，压倒的程度又是多少，这个实证问题是永远讨论不出结果的。

总的来说，互联网上的商业信息质量低到了几乎可以忽略不计，按照这些信息采取行动的短线炒家又那么多，因此，对真正明智的投资者来说，机会很多，操作空间也很大。换句话说，倘若当前的交易环境让有效市场理论对将来的描述准确度看起来只有70%，那么，根据它采取行动的人大概能把这个数给扳回80%。只有配备了企业分析思维方式的投资者，才能真正利用整个过程。

谁来负责

从管理者的视角来看，复杂的市场造成的一个重要后果是，董事和职员们控制不了公司的股价。因此，股东不应当存心指望或要求他们把股价最大化，只能要求管理者把企业及其基本价值管理好。市场如何理解公司的绩效，跟管理者是没有关系的。做出决定的是投资者和交易者，不是管理者。

尽管现实情况确实如此，可要是公司股价长期表现不佳，管理者却一身轻松，那就错了。它的意思只是，因为市场情绪导致公司股价的高低起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伏，不归管理者负责。而股票价格长期低迷不振，则反映了管理层的无能。

优秀的管理者能让公司的平均股价高于正常水准；糟糕的管理者会让它低于正常水准。股票价格在短期内的上上下下，不管是优秀还是糟糕的管理者，都没法负责。正如格雷厄姆所说：“良好的管理层带来了良好的市场平均价格，糟糕的管理层带来糟糕的市场价格。”[1]

毫无疑问，管理者也总在尝试用种种办法来影响公司的股价。有些做法无伤大雅（比如以最为乐观的口吻发表不利的通告），有些是违法的（操纵收入，这个题目，我们在本书第二部分会做讨论），有些则介于两者之间（如把债务或资产卖出后，额外分红给股东）。

可惜，这些尝试的主要动机并不是希望让股价跟企业的潜在价值相当。相反，大多数管理者想让公司的股价在市场上卖出个尽可能最高的价格，不管它的商业价值到底是多少。巴菲特反复强调，这么做是错的，因为这样的脱钩使得公司在一个时期内取得的业绩，并不一定会让拥有这家公司的人在同一时期得益。[2]

要评估公司的绩效，根据其商业价值将之转换成市场价格，在这个问题上投资者所扮演的角色比管理者更重要。但投资者所做的价值—价格转换不见得完美。信息波动性、交易波动性、交易者波动性，都在干扰商业价值和市场价格的契合。然而，即便要受到这些扭曲，投资者仍然值得花些时间理解商业价值，推进它与市场价格的契合度。规模较大的投资者更有动机这么做，并收获它的回报。持股比例越大，这么做的动机也越大。

这些见解加在一起，足以说明活跃、明智的大规模长期投资者为什么会关注企业分析。这就像巴菲特概括伯克希尔·哈撒韦的特征时所说，“稳重而感兴趣的大股东”是“支持性的、分析性的、客观性的”。[3]你不必问这些投资者能不能把有效市场理论从70%正确更正到80%正确，相反，大规模投资者的这种看法，肯定了以下的前景：这种投资方式，能够利用有效市场理论掩饰了30多年的事实，即商业价值和市场价格是系统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性分离的。

坚持到底

商业价值和市场价格的分离，要求改变以往的投资理念。很多时候，投资工具和投资者把市场价格当成了评估企业价值的尺度。这么做是本末倒置的。投资者在进行估价时，最不必考虑的东西就是市场价格。市场价格只能告诉你要按什么价钱买入（或卖出）股票。

市场完全没法告诉你，这到底是一桩好交易，还是一笔坏买卖。回答这个问题，你得根据当事公司的基本业务和经济特性来做评估。这些工具，也就是本书剩下的部分要探讨的内容。

使用这些工具的时候，各类投资者——机构投资者和个人投资者——还应当重视市场复杂性的其他一些含义。这些含义，是顺着本章开头提出的那个问题衍生出来的：股市以4年为周期，这意味着什么呢？显然，它意味着过去30年里最革命的几条投资理念——有效市场理论、现代投资组合理论、资本资产定价模型——恐怕存在误导性。

以下是需要我们重新学习的内容：

- 研究个股的投资机会并非浪费时间。
- 到底是个别的投资机会合理一些，还是往股票名目表上扔飞镖，随机选一堆股票放进投资组合合理一些（《华尔街日报》等刊物发起的比赛就给好多人留下了这样的印象），这一点你需要认真想清楚。
- 你最好也别使用现代投资组合理论的策略：根据β说的每个篮子的风险是多少，把你的鸡蛋放进很多不同的篮子里。

这种参与者众多，涵盖整个市场的大规模失误表明，所有的投资群体都会出现类似的失误（包括小投资者错过了赚钱的机会）。故此，你应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无视现代金融理论和其他一些尚未成熟的市场观念，牢牢把握投资的核心。

策略

你或许会问，脚踏实地地做业务分析，真的值得吗？让其他人来完成这一工作，自己搭顺风车，是不是更好呢？经济学家对搭顺风车的策略举过一个例子：国家向公民征税，以便建立一支高素质军队。人人都觉得，这么做有利于抵御外敌。军队强大符合公众利益，逃税的人搭了它的顺风车，自己却不花力气。

投资者让别人来做投资研究（就像向政府纳税），自己却在市场上搭个顺风车，这么做可能吗？很难。首先，搭便车的经典例子里存在两种人：一种是纳税人，一种是搭便车的。投资股票的则有三种人：做功课的、投机的、搭便车的。因为多了投机者，那些本来想搭个便车就心满意足的人，可以靠着做好功课，占投机客蠢行的便宜。

你可能会问，如果说做好功课就能让人占投机客的大便宜，为什么不是所有人都从投机改成做功课呢？问得好。人们理应如此，但他们偏不这样。本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特作为勤勤恳恳做功课的表率，曾多次惊叹于投机客的懒惰，他们很想知道，为什么会有这么多人宁肯选择像旅鼠一样集体跳崖自杀，也不肯主动做分析。可是，正如我们先前确认的趋势表明，投机客始终存在（不是所有人都会读这本书，听取书中的建议）。种什么样的因，就结什么样的果，这怨不得别人。

哪怕是最接近搭便车策略的做法，也需要做一定的功课。最常见的搭便车方式，对很多人来说也是最合适的做法，恐怕要算长期投资指数基金了。指数基金指的是该基金购入的股票，都是特定市场指数（如标准普尔500指数）的成分股。这种指数基金在总投资资本中占了巨大的比例。[4]

人们青睐指数基金，有很多原因。一方面，标准普尔500和其他类似的指数表现一贯优于靠基金经理负责的主动投资组合基金。指数的变化相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对较小，所以，指数基金的股票换手率低，因此成本较低，在应纳税收入方面也更方便管理。

指数基金主要的缺点是，它不关注基本面，关注过去的收益情况，忽视对将来潜力的评估。是否选用指数基金，关键要看投资者进行企业分析的能力高下，以及是否有意愿进行企业分析。使用指数基金，能保证人们不费多大力气就获得平均市场回报，不过，投资者还是应该站在一定理性的基础上来确认，构成指数——不管是标准普尔或者其他什么东西——的一揽子股票，相对于它包含的价值，仍然是便宜的。做出这样的判断，需要具备一定企业分析的能力，哪怕它并不需要你精确或详细地对其加以应用。

观察基本面是简单的常识。跟股票买家一样，市场指数买家必须知道自己获得了什么价值。指数和股票都有涨有落。没有什么东西能保证股市整体总是一路上涨，正如没有什么东西能保证棒球大联盟比赛的观众总是越来越多一样。指数和股票都会下跌，也真的猛跌过。

耐心持有不如买入前做研究重要，因为很多熊市都会持续很长一段时间。市场是上涨还是下跌，根本不可能预测，哪怕是长期来看也一样；但预测某只股票的长期走向，至少还是有一定可能性的。

股票共同基金是有人管理的投资组合，由从大范围市场里挑选出的股票构成。投资委员会要为基金定期买入卖出股票。基金的持有者要负担这些交易的成本和其他费用，使股票基金比指数基金贵一些。从税收的角度看，股票基金也更贵。共同基金投资组合的变动，往往会产生资本收益，持有者自然要缴纳税款。

股票共同基金要纳税，表明了持有个股的一点优势。如果你在买入股票时犯了错，它的价格和价值都降到了无法满足你要求的地步，那么，把它卖掉的话，账面上的亏损可以为你减免一部分的税，容你稍作喘息。

说到个股，对很多人来说，按期购买利用了定期定额概念的股息再投资计划，是个很明智的选择。这个概念的意思是，每个月（或间隔其他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间长度，如每半个月、每季度，等等）按固定的金额购入某一股票。因为股价有高有低，固定的金额可买入的股票份数也有多有少，跟股票的平均价格相比，它拉低了购入的平均成本。此种做法靠着利用市场先生的阴郁期，保护投资者不受它兴奋过头时的影响。

假设你在3个月里按月投资200美元购买宝洁公司的股票，这3个月股票的价格分别是80美元、120美元和100美元。那么，这段时间，股票的平均价格是100美元［(80+120+120)/3］，但你的平均成本则为97美元（股价80美元时你买入了2.4股，120美元时你买入了1.66股，100美元时你买入了2股，也就是说，你投资了600美元，买入了6.16股）。长期使用这种策略能让你获得丰厚利润，打败市场先生。

只有当你有把握断定价格低于价值，坚持到底才是审慎之道。而要做出这种判断，务必采用本书阐述的思维方式。根据这一思维方式，监控股息再投资计划中的价格与价值之关系，是再妥当不过的了。不过，要当心：唯有在市场先生心情悲观的时候入市，定期定额投资才能减少你的平均购入价格。时而中断，时而又来，想跟市场抢时机，你是完不成击败市场先生这个目标的。

不管对哪种投资者（不管投资的是指数基金、股票共同管理基金、股息再投资计划，还是个股，全都包含在内），关键是要培养起一种关注价格与价值区分的思维方式。用不着完成本书探讨的各种详尽计算或大范围研究，你也能办到这一点，但你必须接受这些工具所反映出的态度，理解什么是企业分析，什么是明智的投资。毕竟，天底下没有免费的午餐，也没有白搭的便车。

股票投资的分散多样化

不同于现代金融理论，我们的投资纲要里并不规定要对股票组合进行多样化。投资组合的结果可以是分散多样的，但它不是必要条件。有时候，集中化的投资组合说不定是完美之极的。就好像杰拉尔德·勒布说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，真正了不起的财富，大部分都是靠集中实现的。[5]比方说，你正在考虑购入强生公司或者棒约翰比萨公司的股票，你发现相较于自己的合理估计，它们可以用相当低的价格买入，那就买这两只股票好了。你只需要这么做就行了，完全够谨慎的了。

你当然应该避免在开始的头一天就买上十几只多样化的股票，充当你的投资组合。这么多的股票，显然不可能全在同一天里报出远远低于价值的价格。过上较长的一段时间，你的投资组合有可能会变得多元化起来，只要它不妨碍你集中精神挑选新股、跟进已有的股票，维持这种多元化状态也没什么不好的。

太过分散化的投资组合，会给你带来另一个版本的搭便车问题。就跟逃税的人不劳而获地从强大的国防中受了好处一样，糟糕的股票不给你的投资组合贡献价值，却让你照价付钱。搭便车的人在较大的环境下不怎么扎眼；举例来说，在加拿大逮个偷税的家伙，可比在美国容易多了。同样道理，你投资组合里的股票越多，就越不容易逮出并惩罚（也就是卖掉）那些搭你财富便车、顺便搞破坏的股票。

这些限制分散化的原则，仅对精心选择、在所付价值与估计价值之间存在安全边际的普通股成立。对这样的股票，巴菲特认为，选择5~10只比较合理；格雷厄姆的看法是10~30只。格雷厄姆和巴菲特都强调，像职业基金经理那样采取积极姿态的投资者，需要大赌场里采用的那种广泛多元化：按巴菲特的话来说，赌场要“大量的赌局，因为概率对它有利；同时它也会拒绝接受一把定输赢的大投注”。[6]

资产配置

有必要对过分的股票多元化（以及最后一章会讨论的投资组合重新平衡）和所谓的“资产配置”这一重要的基本投资原则做一下区分。“资产配置”原则意识到，除了普通股，投资者还有各种类型的资产可以选择，包括债券、现金、房地产、房地产投资信托基金和日用品。这些替代选项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往往为聚敛财富创造了更具吸引力的途径。在股票市场未能提供低于价值的价格时考虑对这些资产进行投资，它们的相对吸引力会达到最大的程度。此外，通过有税收优惠的载体（如个人退休账户、401k 养老方案等）来投资上述类型的资产，也是很不错的选择。

大多数投资者最终大多倾向于持有若干不同的资产：自购居所，手头有些余钱，参加退休保障计划，一堆股票和债券。还没这么做的人不妨赶紧这么做，因为资产类型多元化，是保存财富的一种重要方法。倘若在延续 10 年的大熊市期间把所有的财富都分配到了股票市场上，总财富肯定会缩水。倘若一部分财富投到了该时期表现出色的债券和债券市场上，大部分财富也就保存下来了。

通过税收优惠计划投资的一个问题是，这些计划提供的资产类型不够多元。很多计划下含的项目不成比例地偏向股票基金。不少人干脆在各项目间来个平均分配。其他很多人更简单，把资金 100% 地分配到股票基金上。这两种分配方式都太偏重股票了。只要其他资产（非减税计划内资产）选择的是其他类型，偏重股票对年轻人来说没什么不好，对年长者说不定也不错。

把你所有的鸡蛋都放在股票市场这一个篮子里，可不是什么谨慎的资产配置。一旦你把资产分配到不同的投资类型上，股票的部分就用不着多元化了。简而言之，资产多元化比股票组合多元化重要多了。

除了保全资产，资产配置的终极问题——也是所有投资的终极问题——在于机会成本。你肯定想把钱投资到未来最可能产生最大回报的资产上。评估此种概率的一般性原则，各种类型的资产都差不多。资产本身的形式跟它的相对吸引力没有关系，这种相对吸引力取决于环境。不过，很多别具一格的资产类型，大多数人最好对其敬而远之，包括可转换式债券等听起来没什么坏处的金融工具，以及更具神秘色彩的私募基金和对冲基金（详见下文）。

评估这些不同的资产类型，就跟投资普通股一样，企业分析思维方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样很重要。虽说每一种资产类型都必然有相应的具体问题（比如，白银的价格取决于对它的供给和需求），可一旦你有了一套能像企业分析师那样对待股票的心智，就能很轻松地把它应用到其他的资产类型上（这也是为什么本书内容以股票为主）。

收入分配

资产配置不如收入分配重要，可惜大多数人意识到这一点时已经太迟了。人们大多关心自己收入多少，对如何在投资与消费之间分配收入却不怎么重视，结果使得全国的储蓄率在零上下打转转。

但要是你把收入的较多部分积攒下来，会更容易达成你的投资目标，因为这样一来滚动生钱的资产就会更多。储蓄收入相对较少的人更容易受投机冲动的诱惑，想进行明智的投资就更加困难了。

每一个有收入的人都要面对收入分配的问题。你必须决定把多少收入分配到衣食住行以及娱乐和教育等方面。有些人更不幸，还得算计拿多少钱出来填补过去的消费亏空，如信用卡债务、汽车或个人贷款、房地产抵押贷款等。

在考虑投资股票之前，要赶紧偿还债务里的高利息项目，要不然可真是本末倒置。要是你的信用卡户头上有欠债，每年就要偿还 10% ~18% 的利息，这显然是在浪费金钱。还清这些债务，相当于稳稳当当地赚回了这么高的收益率（买股票的回报率绝对达不到这个水平）。其他利息没那么高的债务也一样，比如汽车贷款（平均利息是 8% ~12%）：用你额外的钱还清它们，意味着你得到了同等的收益率。有时候，住房按揭贷款也是这样：还掉利息固定在 6% ~8% 的欠债，等于是你的投资收益率达到了 6% ~8%，买股票没法保证这么高的收益率。

保证金交易

股票保证金账户（尤以短线炒家为主）的数目和规模的疯狂增长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说明许多人愚蠢地忘掉了上述浅显的真理。在 1996～1999 年，网上经纪公司的保证金债务翻了将近 5 倍，纽约证交所会员公司的同类债务也翻了一倍。20 世纪 90 年代，保证金债务占消费者债务总额的比例从 4% 跃增至 16%。可好多人居然没弄清保证金贷款跟其他消费者贷款不一样。[7]

为了用借来的钱购买股票，纳保的交易者会以 9%～11% 的利息从经纪那儿借钱。他们认为，自己能靠这些贷款四两拨千斤，买入价格上涨且股息高的股票，赚到更多的钱。在市场心情好的时候，这些人的如意算盘兴许不会落空，能赚回比成本多的收益。可碰上市场低迷期，他们的好梦就完全破碎了。

当你的资产组合结余减少，使得保证金贷款占了该结余金额的一半或以上的时候，你必须存钱进去还债（经纪人会叫你“追加保证金”）。如果你没有现金，不管你合作不合作，经纪人都会卖掉你的部分股票。除了市场先生翻脸给你造成的损失之外，你还得把利息费用和交易成本加进去；再考虑到追加保证金的交易者数量越来越多，你可就要翻下市场的陡坡了。

巨额保证金交易者就跟在摩纳哥借钱下重注的赌客一样。为了看出这一策略的惊人风险，只需举一个近在眼前的例子就够了。最积极鼓吹这种高风险赌博的人叫巴里·赫兹，他是“磁道数据公司”的负责人。这家公司在营销宣传里兴高采烈地说，投资很简单（“用不着成为专业人士，你也能搞股票交易”），赫兹还建议客户利用借来的钱短线炒股。

至少，赫兹自己是照着这个双倍投机的（蹩脚）建议做的。所以，在 2000 年 4 月 14 日市场暴跌那一天，他的经纪人打来电话，说他们需要 4 500 万美元来“追加保证金”。为此，赫兹典当了轨道数据公司 50% 的股份。[8]如果你乐意让这档子倒霉事落在自己身上，那就听信这些建议好了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融赌博

你还应该好好记住28岁的尼克·利森（也就是人称的“流氓交易员”）的悲惨遭遇，出事前，他效力于巴林银行的新加坡分行。他借用了上百万美元来交易，结果碰上市场风向跟他对着干，英国最老牌的巴林银行（为拿破仑打仗出过钱，还资助过美国购买路易斯安那的交易）就这么被他搞垮了。

起初，利森做的是套利交易，他主要关注大阪证券交易所（OSE）和新加坡金融交易所（SIMEX）挂牌的日经225期货合同的差价。他在一个市场上买入期货，同时就在另一个市场卖出。这是一种低风险策略，因为双方头寸可以互相抵消。

小尝甜头之后，利森换了一种做法，他对日经225期货的权证同时看跌又看涨。这是一种中等风险的策略，在稳定市场非常有效，但碰到动荡时期也很危险。

1995年日本神户发生大地震，日经指数暴跌，利森吓坏了。市场一片恐慌，利森就像瘾君子一样采用了高风险策略，大量买入日经期货，徒劳地指望把期货市场拉起来。

等尘埃落定之后，巴林银行在期货合同上的敞口已经高达10亿美元，远远超出了巴林的总资产。银行垮了。调查人员发现，交易期间，利森的头寸一直是用巴林银行的保证金账户补足的，但崩盘之后，利森从新加坡逃到德国，情况就不是这样了。

交易期间，利森对巴林银行的伦敦总部讲了一个模模糊糊的故事，说他的长期期货头寸有私人合约套期保值，对冲交易也是代表银行的一位客户搞的。可这位客户其实根本就不存在，只是一个虚构的名字。早些时候，利森用这个名字开了账户。

利森用其他交易赚取的利润给这个账户注资，并用这些资金维持保证金账户的结余。他还利用这个虚拟的客户账户说服巴林银行的伦敦总部提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供额外资金，反过来又用这些钱追加保证金。最终，再多的钱也挽回不了败局。

毫无疑问，利森的惨痛教训是一个极端的心理案例，里面掺和着新奇的证券、庞大的利润和无耻的欺骗。但这一幕同时也是长鸣的警钟：保证金和新奇的操作手法能让你跌个一嘴泥，要是它们混在一起，保管叫你脱身不得。

期权

对新奇玩意儿的最后警告，让我们来看看格雷厄姆对期权的看法。早在用股票期权奖励管理层的做法普遍推广之前，格雷厄姆就从较为一般性的基础上批评过它。

起初，期权是跟债券联系在一起的，到 20 世纪 20 年代，它扩大成格雷厄姆视为“欺骗”的其他金融创新手段的一部分。到 20 世纪 60 年代，期权再度泛滥，格雷厄姆便说：“股票期权权证（这是它们当时的名称）近乎诈骗，现存的威胁，潜在的大难。”他认为，期权凭空造出价值，除了给人造成误导之外没有任何存在的理由，应当在法律上加以禁止，或至少给它加个上限，规定它在公司总资本中只能占极小的比例。

期权的主要负面影响在于它稀释了现有股东对公司的所有权利益——包括每股的现有收益，分享了公司的未来发展，享受到了股息收入，有利于管理者，此外还涉及企业的其他一些重大变化，如合并、新期权方案（这一点有些讽刺）。格雷厄姆觉得，除了“编造虚构的市场价值”，实在看不出期权还有什么别的目的。总之，格雷厄姆斥责股票期权是一种犯罪，怪诞、“蛮横、肆无忌惮地大规模制造纸面上的价值”。[10]

巴菲特对期权的态度不如格雷厄姆这么激进，他说：“你想拥有一部分期权的商业项目，往往也是那些你不愿意要它所有权的项目（有人送我彩票当礼物，我很乐意接受；但我永远也不会自己去买彩票）。”[11]对投资者而言，这里的经验显而易见。远离期权，对那些期权占了总资本相当大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比例的公司，也要尽可能地躲得远些。

炼金术

投资于普通股证券的总资本量超过了可获利的投资机会，价格数倍超过了价值，股市泡沫就出现了。泡沫源自人们的希望，所有人都指望自己选中的股票是赚钱的那种。但要是 1 000 亿美元投了出去，可能赚钱的部分却只有 100 亿，那么其余的 900 亿就注定要失望了——这就好比舞曲终结，舞池里所有人都去找座位，但只有 10% 的人抢到了座，其余 90% 的人都站着。

市场投机舞会和赌马之间的主要区别在于，赌马的话，只要一两分钟，赌客就跟他的钱分手作别了。然而，赌马和股市也有共同点：研究马匹或业务，只在有把握时下注的人，赢的概率比那些每一场马都赌、每一只股票都赌的人要大。[12]在有可能出现泡沫的繁荣期之初，如果你找到了一只处在低价、有把握赚钱的股票，满仓买进，那么，从道理上说，你会赢；而如果你把钱押在每一只股票上，肯定会输。

把钱押在每一只股票上的人，为泡沫注入了热空气。彩票积累下高额奖金时，投注站的长队能排满路口；而股市的泡沫时期，人人都入市炒股，相当于是前一种场景的癫狂放大版本。吹出最多泡沫的，是一种从新东西里发大财的气味，它能叫人兴奋，让人跟风盲从，或做出其他非理性的行为。

有人发了大财，开了香槟酒庆祝的谣传蔓延开来，在贪婪心的推波助澜之下，兴奋的野火烧得更旺了，但狂热的螺旋最终总是会破灭的。事实上，中高额彩金的人只会有一个，绝大多数人则经历了跟风带来的最为惨痛的教训。

埃德温·利费夫说得好："股市猛涨，总是直接迎合着人由贪婪唤起并受到普遍繁荣刺激的赌博本能。想赚快钱的人，最终无非是花钱上了亘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

古不变的宝贵一课：在这个污秽的地球上，根本没有快钱这种东西。”[13]

真正的投资者不会排长队买彩票。他们意识到：“快速致富”通常意味着“快速致穷”。

让我们来看看格雷厄姆对20世纪60年代末的评论，是不是有点似曾相识的感觉呢？他说：“公众的投机心理实在无可救药。从财政的角度看，它撑不过3秒钟。只要感觉跟上了大部队，人们愿意不惜任何代价买入任何东西。只要是标着‘独家经营’的公司，跟计算机、电子、科学、技术有关系的公司，或是任何正好赶上这一波流行的公司，人们就会蜂拥而至。”[14]

格雷厄姆哀叹道：“自古以来，聪明、充满活力，通常年纪也很轻的人就总是答应用‘别人的钱’来完成奇迹。大多数时候，他们有能力做到一阵子，或至少表面上做到。可到了最后，他们无一例外地给公众带来了亏损……投机冲动不可能消失，对投机冲动的利用也不可能消失。”[15]

20世纪90年代末和21世纪初，夸夸其谈的风险投资家和短线炒家宣布，新经济到来了，旧有的游戏规则不再适用了。无数的人接受了这一套说辞，投机的冲动再度泛起。这段时期，某著名投资研究公司的首席经济学家对《纽约时报》说了一段非同寻常的话：“我们现在真不敢说自己知道怎么评估企业的价值了。”（为了显得不那么刻薄，本书暂且隐去这位困惑人士的名字吧。）

估计价值从来都很困难，但现在比从前到底难了多少呢？现金是最终的经济回报。如果你弄不清楚公司要多久才能挣到现金，不知道什么样的风险会降低它的价值，减少它挣到的现金，那么，这就并不是你突然之间搞不懂该怎么评估企业的价值了，而是你试图估价的东西根本不值得估价。

金融炼金术的拥护者们放弃了本书讨论的企业分析思维方式，大概是觉得它用的工具太传统，甚至太无聊，太沉闷，太落伍吧。要是人们想着马上致富，就会把前人“耐心孵蛋”的想法扔进历史的垃圾桶，新冒出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的账面百万富翁和对他们满心嫉妒的同龄人会觉得，谁要是还想着什么“耐心孵蛋”，简直就是火星来的老土。

可惜，这种态度让人们用信用卡欠债来短线炒股，一心想着“先买后付款”，却忘了清算的一天终将到来。一些蹩脚技术也因此流行开来。面对一家企业的核心问题，传统分析工具给出了否定的答案，这些技术却能给出肯定的答案（可惜是错的）。

比方说，在20世纪90年代中期的生物技术产业，只有不到10%的公司能获得收入，从主营业务里获得正现金流的公司就更少了。但是这些企业需要新投资，从企业分析的传统尺度上，它们拿不出什么令人信服的故事，于是就转向了非传统的尺度。其中最惊人的是一种所谓的绩效衡量指标，叫“现金消耗率”（也叫烧钱速度）。它指的是一家公司“能”用多快的速度把钱花在新的研发项目上。烧得越快，管理层越好，越值得投资。够不够疯狂？

20世纪90年代末至21世纪初，互联网和高科技行业也有过类似的疯狂行为。这些金融创业家抛弃了基于收益和现金的传统绩效评估尺度，用新的方式来看待这些问题，比如市场占有率。

创业家说：“瞧啊，我们占有了互联网上销售鲜花（或诸如此类的东西）60%的市场，你应该相信我们。”还有更乐观的说法：“我们的网站每个月有1 000万的点击率。哪怕我们不赚钱，也吸引了2 000万个眼球呀。所以说我们肯定很好，我们肯定有价值，你应该向我们投资。”

在这种盲从心态下，人们蜂拥而至。对于大多数此类企业（尽管不是全部）来说，从企业分析的角度来看，如潮水般涌入的资金简直没道理（下一个快速发展的行业说不定是互联网破产律师事务所呢）。

每一轮疯狂，总会冒出一堆似是而非的新规则来解释这种不理性。光是在20世纪，1929年大崩盘之前有过一波“新时代”牛市（受诸如汽车、电力、真空吸尘器、洗衣机、无线电和有声电影等优秀新技术推广的带动），1962年的“新恐慌”之前有过火热的“第二次新时代”，20世纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

60 年代末股市和共同基金吹破气泡之前有所谓的“新绩效现象”。到了 20 世纪 80 年代，因为人们普遍相信日本创造了一种彻底不同于经济学历史原则的“新”经济模式，加速了日本股市泡沫破裂。市场占有率成了老大；如果公司市场占有率高，它们会得到奖励；如果它们以少赚钱甚至不赚钱的代价抢到了市场占有率，会得到更多的奖励——就跟 20 世纪 90 年代末到 21 世纪初的美国差不多。[16]

但是，可口可乐、百事可乐、思科和杜邦公司在各自市场里都是赚钱的企业。在一个有利可图的市场里，占有更大的份额显然可取，它也是业务绩效强而有力的准确指标。可对一个赚不到钱的市场来说，情况就不一样了。你占有的份额越大，你亏损的钱越多。

对企业来说，凶猛地攫取市场份额，完全可能是一场彻头彻尾的灾难。看看航空业取消管制之后发生了些什么吧。激烈的市场份额竞争，把所有的利润都从行业里甩了出去。在可口可乐和百事可乐竞争的次级市场，情况也是一样，有些地方，这两个品牌的灌装厂家利润近乎于零。

我们并不否认 20 世纪 80 年代到 21 世纪初的技术变革给经济造成了重大变化。这里举个例子，从历史上看，油价上涨会卡死经济增长，1973 年、1980 年甚至 1990 年的经济衰退，都是油价在背后捣鬼。可是，20 世纪 90 年代末和 21 世纪初油价翻了两倍多的时候，美国的通货膨胀仍然相当低，经济衰退的乌云并没有笼罩上来。当然，石油的主要消费者转向了天然气，并更主动地利用避险合同来减少涨价带给自己的风险，这是一部分的原因。

但更主要的原因是美国的经济模式从消耗石油的制造业改为了无须依赖石油的服务业，包括在互联网上运作的行业。制造业在美国经济中所占的比例，从 1977 年的 22%，萎缩到 1997 年的 17%。采购石油在国内生产总值（GDP）中所占的比重，从 1981 年的 8.5% 降到了 20 世纪 90 年代末的约 3%。互联网无疑属于这种转变的一部分，它使得销售及分销业务的成本较传统方式大幅降低。[17]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即便如此，油价高过了一定的水平，仍然会引起宏观经济问题。事实上，2000年3月道指下跌了近4%，首当其冲的，是宝洁公司的股价跌了30%。这家公司发出警告，说自己的季度盈利会比上一年同期低，离分析师的预期更是相去甚远。公司方面说，业绩表现不尽如人意，原因之一是自家很多产品需要用到石油，而石油的价格又上涨了。

经济模式转变的另一部分，无疑是知识资本（与物质资本相对）的附加价值在增加。较之生产和销售汽车或石油的企业，生产和销售软件或提供网上服务的企业能以更低的成本更迅速地发展壮大。此外，后者对工厂、厂房和设备的投资也少得多。

可我们并没有理由认为这些互联网企业在整体上的发展速度比全国经济更快。归根结底，老式企业（即所谓的旧经济公司）是技术新创公司（所谓的新经济公司）的主要消费者和最终受益者，那么，后者的发展速度又能比前者快上多少呢？有些企业的发展速度可能真的比全国经济要快，但它们不会永远这样；它们从前办到过这一点，不见得以后办得到（事实上，企业规模越大，发展的难度越大）。就算它们有实现超规模发展的可能性，也没人能保证事实真的如此。

即便存在这些转型，新经济却并未改变商业立足的基本事实：投资首先需要理解公司的商业气候；在所有聪明投资者的工具箱里，都放着几种关键的指标。就算要用到新经济的某些业务标准，也应当对它们进行批判性的分析。忽略损失固然不智，忽视企业能否持续存在的征兆，更是蠢到家了。

举个例子，如果你把市场份额视为判断企业未来价值的指标，你同时还要意识到，客户增长速度放缓，是未来价值减少的征兆。每一新客户的成本上涨，就意味着来自每一新客户的收入在下降，此时，企业的前景就从“不确定”变成“很糟糕”了。这是很多互联网公司的特点，可当它们冒出这类消息，公司股价反而上涨。这个行业里好多名气最大的公司都是如此，因此，我们有理由认为，所谓的新经济，说不定只是一只披着羊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

皮的狼。毕竟，要是事情好得不像是真的，那它恐怕的确不是真的。

人们总爱说到新千年和前所未有的技术变革步伐，但这种印象其实是错的。如果你梳理过去几百年的经济史和投资类作品，你会发现，技术的飞速发展是周期性地反复出现的，也总有人宣称，这种事情前所未有（历史学家就曾把19世纪末到20世纪初称为“乐观时代”，当时社会上也洋溢着技术带来的兴奋感。这种兴奋情绪让世纪之交显得像是一首天然的热情神曲）。回过头一看，印刷术、农业及工业革命、流水线、电视和电台，如今的计算机和互联网，它们不都挺像的吗？

即便头脑清醒如格雷厄姆，也感觉评论技术带来的变化为时尚早。他在离现在相对较靠近的20世纪70年代初写道：“近年来技术的飞速发展和普及，对证券分析师的态度和劳动并非不曾产生重大的影响。未来10年，代表性企业是进步还是倒退，可能比过去更多地取决于它与新产品、新生产流程的关系。”[18]套用格雷厄姆爱说的一句话：万变不离其宗，变得越多，骨子里越是老样子。

长期

躁狂症背后的驱动态度，既短视，也短命。在念及企业和回报的时候，投资者需要看的是今后几年，而非将来数天。到底看多远，因人的年龄和需求而异，但对认真搞投资的人来说，这一时限至少也应该是4年——对我们大多数人来说，时限还要更长些。

对有着长期眼光的人，人们习惯性地叫他们“长线投资者”，说他们采用的是“买入并持有”策略。但这样的看法，除了用词上啰嗦重复（按定义来看，投资者本来就得放长线），总结的特征也并不准确。

着眼于长期的一个原因在于，我们要意识到，尽管早期投资的确更好，但没人需要每天或每年都投资。沃伦·巴菲特用棒球打了个比喻，他说，投资里没有所谓的“击打”这档子事——抛出球以后，你只管坐着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等结果出来就行。非要总结这种看法的特点，与其说是“买入并持有”，不如说是“等待并观望”更恰当。

但不管是“买入并持有”，还是“等待并观望”，都比投机炒家的胡来一气要好。在某种程度上，说今天的新秀企业就是明天的经典标杆，一点儿也不错；但要是短线炒家按照这种“今天”、“明天”的说法来操作，那可就错得太离谱了。1999 年年底，纳斯达克排名前 50 位的股票，平均持有期低于 30 天；该市场总体的平均持有期是 150 天（而在 20 世纪 80 年代末，平均持有期是 730 天左右）。[19]这么高的转手率，意味着投机者既没有认真挑选股票（等待并观望），也不是为长期而买进的（买入并持有）。

凯恩斯说过一句著名的俏皮话：长期而言，我们都是要死的。但他说的不是挑选股票。凯恩斯说这段话的背景是劝说决策者关注能够实现的短期需求，他相信，这种需求只有依靠政府，市场行为是满足不了它的。说实在的，这句话对选股没有任何参考价值，因为迟些致富无论如何好过快速陷入赤贫。

格雷厄姆特别提到过股票，他说，短期而言，市场是一台投票机，长远来看，它是一台称重机。也就是说，在短期内，市场价格波动很大，是有风险的，但从长远来看，它相对稳定而安全。但说市场最终能给一笔资产正确地订出价格，这是什么意思呢？难道不是说市场有时候是正确的吗——就好像《爱丽丝梦游仙境》里说的，“有时候今天也能轮上有好果子吃”？不完全是。

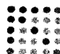
米尔顿·弗里德曼驳斥凯恩斯说，长期只是一连串前后相继的“短期”而已。因此，长期既与我们同在（对 4 年前来说，现在就是长期），又领先于我们（从现在开始算起的 4 年）。今天的市场价格反映了一家企业长达 4 年的价值，今天的价格是对企业生产效率的猜测，它可以追溯回 4 年以前。要是你的猜测比市场准确，那么，等从现在开始的 4 年之后，市场刚刚正确地反映出该企业今天的价值，你早就遥遥领先了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说市场在长期而言有可能搞对是这么一个意思：从现在开始的 4 年里，市场将正确地理解星巴克今天在做什么；如果你能够比今天的市场群体更准确地评估出星巴克的绩效，你将收获丰厚的回报。当然了，最棘手的问题在于：如何让你的判断保持高度的准确性。

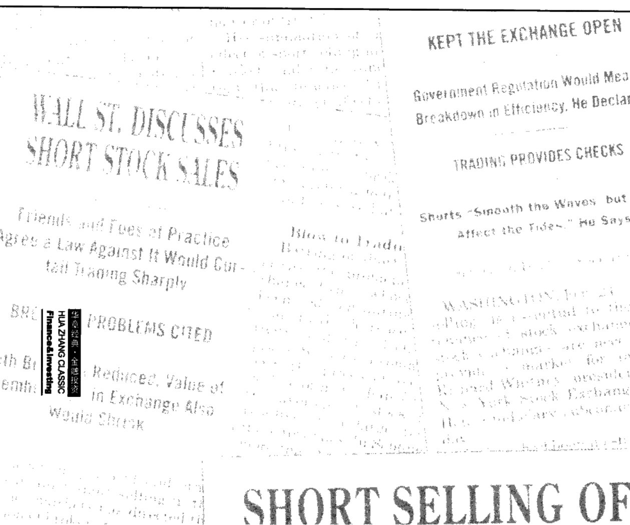
沃伦·巴菲特对凯恩斯的玩笑话很当真，他采用的是“至死不渝”标准。他只投资自己愿意一辈子持有的企业。就跟你对伴侣许下的海誓山盟一样。所以，最终的做法也一样：要耐心，寻找的时候要挑剔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分
Part 2

给我看看钱在哪儿


WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply

PROBLEMS CITED

Reduced Value of Exchange Also Would Shrink

KEPT THE EXCHANGE OPEN

Government Regulation Would Mean Breakdown in Efficiency, He Declar

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts "Smooth the Waves" but Affect the Tides," He Says

SHORT SELLING OF

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章
Chapter6

苹果树和经验

倘若说，投资者或经理人在判断企业价值、判断持有它是否有利可图的时候，市场价格是最无须看重的东西，那么，最需要考虑的东西就是该企业的基本经济特性了。评估这些基本面情况的方法实在太多，于是好多人就使用了市场价格这一相对懒惰的尺度作为估价的标杆，只可惜这是错的。在评估企业价值的所有方法里，只有寥寥几种能真正发挥作用，而这几种也恰好是你需要的方法。这里，我们先用一则寓言来说明基本原理，之后再来补充细节。[1]

愚人与智者

从前，有一位聪明的老人拥有一棵苹果树。这是一棵很棒的树，只需稍加照料，每年的苹果收成就够老人卖上 100 美元了。老人想退休后换个新地方住，于是打算把树卖了。老人很想好好地给大家来个教训，就跑到《华尔街日报》的商业机会版刊登了一则广告，说想把树卖给“出价最准确者”。

几则小插曲

第一个看了广告做出回应的人说，他愿意出 50 美元，因为他买下这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

棵苹果树之后会把它砍了当柴火，这堆柴火就值 50 美元。“你脑子有问题吧？”老人骂他，“你出的价只是这棵树的折余价值。对一棵松树来说这或许是个好价钱；要是我的这棵树不再结果实，这个价也可以接受；再不然就是，苹果树的木材价格高涨，把它当木材的价值已经超出了拿它收获苹果的价值。可你显然根本没搞懂这些东西，你根本就没看出，我这棵树的价值远远超出了 50 美元。”

第二个来拜访老人的人愿意出 100 美元买树。“这个数么，”他说，“是我卖掉今年苹果收成所能得到的价格。苹果马上就要成熟了。”“你比第一位买家稍微好点，”老人回答。“至少你能看得出，把这棵树拿来收获苹果，比砍倒它当柴火更有价值。但 100 美元这个价格不对。你没考虑明年或后年苹果收成的价值。拿着你的 100 美元走人吧。”

第三个过来的人，是个刚从商学院辍学的年轻人。“我要在互联网上卖苹果，”他说，“我觉得这棵树至少还能再活上 15 年。如果我每年能卖 100 美元的苹果，那么总价值是 1 500 美元。我出 1 500 美元买你的树。”“哦，不，互联网小子。”老人哀叹道，“你比前两个家伙更没看清状况。”

“现在这棵苹果树的收成固然能卖 100 美元，但 15 年以后的 100 美元可不值这么多。确切地说，要是你现在把 41.73 美元放进银行账户，每年的利息是 6%，15 年之后，这笔小钱利滚利就变成 100 美元了。所以说，假设利率是 6% 的话，今天苹果所值的 100 美元，15 年以后的现值是 41.73 美元，不再是 100 美元。”仁慈的老人劝说道，“上帝啊，把你的 1 500 美元投资到稳妥的高等级企业债券上，回商学院好好学点金融财务知识吧。”

没过多久，来了一个富裕的医生，他说：“我对苹果没什么认识，但我知道我喜欢什么。我按市场价买它。前一个家伙愿意出 1 500 美元，所以这棵树肯定值这么多。”

“医生，”老人劝道，“你还是先去找个知识丰富的投资顾问吧。如果真有一个按规律交易苹果树的市场，那它们的卖价大概才会和价值相吻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合。但现在别说没有这样的市场，就算有，拿价格当价值的做法，也是在跟前面或者更前面的呆瓜拼谁更傻而已。还是拿着您的钱去买栋度假别墅吧。”

下一个潜在买家是个会计系的学生。老人问：“你愿意出多少钱呢?”学生要求先看看老人的账本。老人一直为苹果树做着详尽的记录，很高兴地把账本拿出来了。

翻看了账本后，会计生说：“账本上说，10 年前，你花了 75 美元买这棵树。而且，你没有扣除折旧。我不知道这是否符合一般公认的会计准则，但就当它符合好了。这样的话，你的树账面价值就是 75 美元。我也出这个数。”

“啊，你们这些学生小子，知道的东西多，真正懂的东西却太少了，”老人不快地说。“没错，我的树账面价值是 75 美元，但明眼人都能看出它的价值远远不止于此。你还是回学校去，看看能不能找到一本书，给你讲讲该如何更好地利用你的数学技能吧。”

一场关于收益的对话

最后一位来拜访老人的潜在客户，是一个刚从商学院毕业的年轻经纪人。她很想检验一下自己新学来的技能，也要求看看老人的账本。过了几个小时，她回来告诉老人说，她准备以果树的资本化收益为基础，估算其价值并出价。老人头一次生出了兴趣，示意她继续说。

这位年轻的女士解释道，尽管去年收获的苹果卖了 100 美元，但这个数字并不代表这棵树所实现的利润。因为它有一些相关的支出，比如施肥、修剪枝丫、使用的工具、采摘、把它们拉到城里去卖，都是需要成本的。

总得有人来做这些事情，所以，付给这些人的薪水，应该从苹果的销售收入中扣除。此外，树的购入价格或成本，也是一项花销。这部分的成本，要分摊到苹果有效寿命的每一年里去。最后，还要纳税呢。她得出结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论，去年，果树的利润是 50 美元。

“哇!”老人脸红了。“我还以为自己从这棵树上赚了 100 美元呢。”

“那是因为你没有按照一般公认的会计原理，把支出与收入匹配起来。”女士解释说。“有些东西，会计认为是费用，但你也不必当真开出支票来。比方说吧，你前一段时间买了一辆旅行车，你偶尔会用它拉苹果去市场。旅行车你肯定会用上一段时间，每一年，它的部分原始成本，就得从收入里扣除。哪怕你买车时是一次性付款的，你也应该把该款项的一部分摊到今后的若干年里。会计师把这叫做折旧。我敢打赌，你在计算利润的时候，从来没把这个算进去过。”

“你说对了，”老人回答，“你再多讲一些吧。”

“我翻看了几年前的账目，我发现苹果树有些年份结出的果实比较少，卖出的价格不一样，每一年的成本也略有差异。取最近 3 年的平均数，我认为，以 45 美元作为这棵树的利润，应该比较公平。不过，要计算果树的价值，这还只是一半。”

“这部分更棘手了，”年轻女士对老人说。“现在我们必须要算出，对这棵平均每年能带来 45 美元利润的树，我拥有它的价值是多少。如果我认为这棵树只能活一年了，那么我会说，它一年的利润就代表了它的价值，也就是 45 美元。”

“但要是我们都认为，这棵树就像一个能年复一年产生盈利的企业，那么，关键就是要算出它的恰当回报率。换句话说，我把自己的资本投资在这棵树上，我需要计算一项每年能给我带来 45 美元收入的投资，对我价值多少。我们可以把这个数字叫做这棵树的资本化价值。”

“你心里有什么想法?”老人问。

“我正在琢磨呢。如果这棵树能产生完全稳定且可以预测的年利润，它就像美国国债一样牢靠了。但它的收入并无保证，所以我们还要考虑到风险和不确定性。如果它倒闭的风险很高，我会说，这一年的收入就代表了这棵树价值的很大一部分了。毕竟，你有可能碰到苹果在市场上供过于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求的情况，那时候你只好降价出售，从而增加了销售成本。”

“又或者，”女士继续说，“某个医生发现每天吃苹果和心脏病发作之间有联系。再比如，发生干旱，造成果树减产。果树有可能染上疾病，枯死了。这些都是风险。我们甚至说不清，我们负担的成本是不是有所值。”

“你太悲观了，”老人回答，“说不定市场上也会出现苹果短缺，造成价格上涨呢。说到这一点，你还可以想想，兴许我卖苹果的价格低于市场上人们愿意支付的价格，你可以提价，又不会降低销售额。此外，还有一些措施，你知道的，可以增加果树的产量。这棵树可以帮助你建起整整一座大果园。这些事情都能提高收益。”

“减少你所说的那些成本，也可以提高收益，”老人接着说。“加快从收获到销售的时间，更好的管理赊账，将坏苹果的损失压到最低限度，这些都可以降低成本。降低成本能改善总销售额与净盈利之间的关系，用经济术语来说，就是树的利润率。反过来，这又能改善你的投资回报。”

“这些我全都知道，”女士自信满满地对老人说。“事实上，我们在讨论的是风险。投资分析是件不讲情面的事情。我们没法确切地知道将来会发生什么情况。你想现在就拿到钱，而我买了你的树以后，却要跟风险共处了。”

“跟风险共处，我倒是没什么问题。但我只能预先做好最坏的打算，而不是出了事再来后悔。毕竟，我的资源很有限。我要从你的树和前面那家人的草莓园里做出选择。我不能两样都买。买了你的树，就剥夺了我另外的投资机会。这就是说，我必须对机会和风险进行比较。”

“为了判断恰当的回报率，”女士接着说，“我观察了相较于苹果树的其他投资机会，尤其是考虑到了前述所有因素的农业综合行业里的投资机会。接下来，我根据对你这棵树所掌握的情况，调整了我的调查结果。基于这些判断，我认为，对这棵树来说，20%的回报率是比较恰当的。”

“换句话说，”她总结道，“假设这棵树过去3年（看起来这是一个代表时期）的平均收益象征了我能得到的回报，我愿意用能带给我20%投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资回报率的价格来买下这棵树。回报率再低的话，我就不买了，因为没这个必要；我随时都可以抽身而出，去买草莓园。现在，要算出价格，我们只需把每年 45 美元的利润除以我要求的 20% 的回报率就行。"

"除法从来不是我的强项。有什么简单点儿的方法吗?"老人满怀希望地问。

"有，"女士自信地说，"我们可以用华尔街爱用的一种方法，它叫做市盈率，也即价格与收益之比。计算市盈率，你只需要用 100 除以我们说的回报率就行。假设我愿意接受 8% 的回报率，那就用 100 除以 8，结果等于 12.5。所以我们的价格—收益比就是 12.5:1。但既然我想靠我的投资赚到 20%，那我需要用 100 除以 20，市盈率是 5:1。换句话说，我愿意按这棵树预计年收益的 5 倍来买它。用 45 元乘以 5，我得到的价值是 225 美元。我的出价就是这么多了。"

老人把身体向后靠了靠，说他非常感谢年轻的女士给他上的这一堂课。他会认真考虑她出的价，并请她明天再来。

一场关于现金的对话

第二天，年轻的女士回来，发现老人跟前摆了一大堆工作表、数目表，他还拿着一台计算器。"很高兴见到您，"老人高高兴兴地说，"我想我们不妨坐下来再聊聊。"

"你们这些华尔街的聪明人，总是按照低于真实价值的价格买入人们的财产，所以才赚了那么多的钱。我想让你看看，这棵苹果树的价值超过你算出来的那个数。"

"我洗耳恭听。"女士说。

"你把昨天算出来的 45 美元这个数字叫成利润，或是我过去赚到的收益。我觉得它并没有透露出什么重要信息。"

"它当然透露了，"女士抗议道。"利润衡量的是效率和经济效用啊。"

"说得好，"老人若有所思地说，"但它显然没告诉你，你到底能得到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少钱。昨天你走之后，我看了看自己的保险箱，找到了几份股票凭证，它们从来没给我分过红。但这些公司却年年向我报告说，它们的收益是多么好。现在我知道，收益增加了我股票的价值，但增加不了我能花销的股息。我的树可不是这样。"

"你算出来的收益偏低，因为有些钱我从来就没花过，比方说我旅行车的折旧费什么的，"老人继续说。"在我看来，这些利润啥的都是会计搞出来的东西。"

出于好奇，女士问："那您觉得什么才重要呢？"

"现金，"老人回答。"我指的是你能够开销、储蓄，或者留给孩子的现钱。在未来的若干年里，这棵树会扣除成本后仍能产生收入。再说，我们要估计的是它的未来，而不是过去。"

"可别忘了风险，"女士提醒老人，"还有那些不确定的东西。"

"您说得完全正确。"老人说。"如果我们能给将来的收入和成本划出一个可能的范围，又知道前些年的年利润在 45 美元左右，那么，我们可以对未来 5 年的现金流做一个公平的估计。您看这么说怎样？现金流在 40 美元的概率是 25%，是 50 美元的概率是 50%，还有 25% 的概率它能冲上 60 美元。"

"这也就是说，如果你把所有的概率扯平，那么我们猜，50 美元应该是最合适的。"老人说。"接下来，我们再假设 5 年过完以后，未来 10 年里它的现金流平均是 40 美元。之后就没了。果树专家告诉我，15 年以后这棵树就长不出来果子了。"

"现在我们要做的，"老人总结说，"是这样算一算：你明年、后年、大后年，一直到第 5 年，每年得到 50 美元，再之后的 10 年，你每年得到 40 美元；再之后，你还能把树砍了当柴火，得到 20 美元。那么，你现在该掏多少钱呢？"

"这倒简单，"女士承认。"你只要算出包括折余价值在内的未来进项的现值就行了。当然了，你需要判断折现率是多少。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“没错，”老人附和说，“我的这些图表和计算器就是拿来干这个的。”老人给女士看了折算表，说明在不同折现率之下，将来收到的 1 美元现在分别值多少。女士点点头。从表上来看，倘若折现率是 8%，那么一年之后收到 1 美元，现值是 0.93 美元，因为今天的 0.93 美元，按 8% 的收益率进行投资的话，一年以后就能带来 1 美元。

“你可以把钱存在储蓄账户里，稳稳当当地得到 5% 的利息。但你也可以购买美国国债，根据现行利率，它大概能给你带来 8% 的利息。在我看来，这就是无风险利率了。你把钱放到其他任何地方，都丧失了毫无风险赚 8% 的机会。但按 8% 来折现的话，只补偿了你把钱投在树上而不是美国国债上的时间成本。但来自苹果树的现金流并非毫无风险，所以，我们需要用一个较高的折现率来补偿你投资的风险。”

“假设我们同意用 15% 的折现率，计算上面提到的各项未来收入的现值。这种风险度的投资，一般的折现率都是这么多。你可以去找我的邻居打听看看，他昨天刚把自己的草莓园卖掉。根据我的数字，预计年利润的现值是 268.05 美元，柴火的现值是 2.44 美元，加起来是 270.49 美元。我要个整数好了，270 美元。我给风险留出的调整余地已经很大了，因为要是我用 8% 的折现率，算出来的数会是 388.60 美元呢。”

年轻女士想了几分钟，对老人说：“你昨天假装要我教你，可真够狡猾呀。你只是个种苹果树的果农，从哪儿学到了这么多金融知识？”

老人笑了：“智慧来自在多个领域积累的经验。”

“我喜欢这个小练习，让我给你讲点金融天才们对我说的事儿吧，”女士回答，“不管是根据你用的这种现金流折现法，还是我提议的资本化收益法，只要我们俩都足够正确地运用了它们，算出来的价值应该是完全一样的。”

“没错！”老人大声说。“看来，天才小子们迎头赶上了！聪明人不光会看从前的收益，在预测未来现金流时，还会考虑到管理层的因素。问题是，哪种方法出错的可能性更大呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“较之收益，我更喜欢我的现金流方法，因为它用不着处理像旅行车折旧这一类我根本没有付出的成本。而要是用你的方法，就必须对这一类东西的使用年限、折旧速度做出武断的假设。你出错的地方就在这儿。”

“说得好，你这狡猾的老鬼，”女士还嘴说，“但你应该知道，你的计算里也有相当大的错误空间呢。在现金流准确而稳定的时候，折现很容易；可要是将来出现一些大笔的一次性费用，它们就派不上作用了。比方说，几年以后，你的树需要来好好地修剪枝叶、大规模地喷洒农药，这笔钱可不会出现在你的现金流里。这种一次性的劳动力和农药支出，让你的计算失去了准头。”

“听我说，”女士一鼓作气道，“我给你 250 美元。根据我做的严格分析，这个价我可真是买贵了。但我真的很喜欢这棵树。我想，愉快地坐在它的树荫下乘凉，也能值上几个钱。”

“成交，”老人答应了。“反正，我从没说过要卖给出价最高的，我说的是，卖给出价最准确的。”

寓意

老人和树的寓言故事介绍了好几种评估生产性资产（单一资产或整个企业）的方法。第一个人 50 美元的出价，是根据树的折余价值来的，有时候也叫“残值”。给生产性资本、企业或股票估价，这种方法恐怕是最不合适的（尽管 20 世纪 80 年代喧嚣并购潮中，许多骗子另有说法）。

第二个人 100 美元的出价只看了果树一年的收益，忽略了它今后的盈利能力。互联网卖苹果小子 1 500 美元的高出价，只是把未来的预期收益简单地加起来，忽视了金钱的时间价值。要进行恰如其分的估价，这些方法全都不够资格。

医生的出价代表了一种基于市场的估价方法，它以其他买家愿意出多少作为参考基准。但只有当拟议资产或类似资产在相当成熟的市场里存在定期交易，这种技术才能发挥作用。即便如此，这也是个自循环式的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法，因为它用问题（在其他人心目中，它值多少?）来求索答案（根据其他人的看法，它的价值是多少）。

最后一位买家和老人分别采用的是资本化收益法和现金流折现法，他们一致认为，这两种方法最合乎情理（请注意，如果这两种方法运用得当，得出的答案应该是相同的）。最终，他们达成了交易。买家倾向于收益法，因为有关收益的会计准则能够相当准确地反映真实的经济状况。老人对这些会计准则不怎么信任，主要是因为它们要从收入里扣掉折旧部分，而对折旧是否准确地反映了真实的经济状况，老人并无把握。

尽管理智的人可能提出不同的意见，但这两种方法都表明，估价不是愚人的游戏。买家和老人都正确而明智地意识到企业分析中敏锐判断力的重要性。你选择的投资类型，不确定性越大，你的判断力就越是要像剃刀那么锋利。

挑选指数基金甚至共同基金需要的知识和判断最少；挑选经典股，所需判断力稍低；挑选优质股，判断力要多点才行了；挑选新秀股，所需判断力最多。从苹果的角度讲，老人的苹果树类似于通用、杜邦或联合技术公司这种经典企业。它成熟，富有生产力，有着长时间的跟踪记录。

另一种极端大概要算初创的网络公司了，它们只有纸面上的记录——一个商业方案。用苹果来打比方，就相当于是一袋子苹果树种。就算原料都有了，你面前仍然摆着整个执行的部分。你仍然有一些可以用来评估将来前景的基础，如种子、土壤、肥料和果农的素质等。但此时，你需要的判断力比面对一棵成熟的果树时要多得多。

这则寓言还有一些额外的寓意：方法是有用的工具，可良好的判断力不单靠方法，还要靠经验。经验来自过去的判断失误。仔细听专家怎么说，要留心他们不告诉你的那些事。在他们自信满满的断言背后，总藏着一大堆不和谐的风险和不确定性。错误的假设，能把你带到远离真相的地方。最后，你不会永远都是个学习的年轻人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本常识

老人和最终买家都有着共同的企业分析头脑。这种针对个别企业的思维定势必须以若干整体条件为基础，也就是经济学家所谓的宏观经济背景，如利率、税收、通货膨胀率，以及金钱的时间价值（或复利）。

复利

沃伦·巴菲特在32岁的时候，写了一篇诙谐的小品文，对货币的时间价值做了有力而直观的介绍：

> 我从一些不怎么可靠的来源听说，当年伊丽莎白女王赞助哥伦布航海的费用大约相当于30 000美元。我们至少可以把它看成是风险投资的一次成功尝试。姑且不考虑发现新大陆给人们心灵上带来的所得，有必要指出……这笔交易并不完全是IBM故事的再版。非常粗略地算一下，这30 000美元，若按每年4%的回报率投资，积累到今天，差不多该有2万亿美元了……

整整2万亿美元，这还是按4%这个非常温柔的回报率来算的。复利小看不得，它能给人带来极大的惊喜。巴菲特把这篇小文章叫做《复利之乐》。

这就难怪有人会编出以下这个小故事了：有一回，巴菲特挤进了拥挤的办公楼电梯里。所有人都盯着电梯顶上的楼层指示灯，只有巴菲特在扫视电梯的地板。他走出电梯的时候，弯下腰，从地板上捡起了一分钱。电梯门在他身后合上，一些乘客的脸上露出嘲讽的笑容，其中有个人说道："他的下一个10亿美元，就是打这一分钱开始的。"

如果你觉得今天的一分钱积累不成高山，那不妨想一想它会随着时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨成什么样！这就是货币未来价值带来的欢乐——复利越高，金钱的未来价值越多。你可以通过两条途径来获得复利。你可以早早地把钱存起来，也可以寻找更频繁的回报（利息或股息分红），并将之再投资。这就是为什么积累财富需要你早储蓄、多储蓄，并且只在价格合适的时候投资。

投资者会牢牢把握复利之乐，因为它是一种能够迅速评估各种投资机会的有用工具。要方便地进行比较，你只需计算在不同复合收益率（或复合利息）之下，定量的金钱多久才能翻一倍就行了。

这就是所谓的“72 法则”，也就是说，用 72 除以给定的回报率，就能算出一笔钱翻一倍所需的大致年限。例如，一笔复合收益率是 9% 的投资，8 年左右就能翻番（72 除以 9 等于 8），一笔复合收益率是 6% 的投资，翻番需要 12 年（72 除以 6 等于 12）。

72 法则能说明现在的钱和将来能收到的钱之间的各种关系。比方说，你希望一笔钱过一定年份涨到某个数目，用 72 法则可以算出必须的回报率是多少。又或者，你知道回报率是多少，也知道一定年限后你想要的数目是多少，你可以靠它算出现在需要多少本钱才够。

这里举个例子。如果从现在开始算起到未来 40 年，每年的平均回报率是 9%，要想在 65 岁时退休时变成百万富翁，一个 25 岁的人现在需要存多少钱就够了呢？我们从 65 岁时的 100 万美元开始倒推。按 9% 的复利计算，一笔钱大约每 8 年能翻一倍，那么，在 57 岁的时候，这个人需要有 50 万；49 岁时，需要 25 万；41 岁时，需要 12.5 万；33 岁时，需要 6.25 万；那么眼下的 25 岁，她只需要 31 250 元就够了！

倘若这说明了复利之乐，让我们再来用 72 法则解释一下较高回报率能带来的好处。假设对这个 25 岁的年轻人来说，未来 40 年的回报率不是 9%，而是只有 6%。现在，她的钱大约每 12 年（不再是 8 年）才能翻上一倍了。所以，自此以后 12 年，她 37 岁时有了 6.25 万元；49 岁时有 12.5 万；61 岁时有 25 万；73 岁时有 50 万；她要到 85 岁时才能最终变成百万富翁！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率

苹果树寓言里微妙却最为重要的一点知识是，利率在资产估价中发挥着重要作用。老人提到，美国国债的利息，就是无风险利率。在评估国民经济中其他资产的价值（包括企业的价值，企业股票的价值等）时，这一基准利率起着决定性的作用。无风险利率为风险资产的价值确定下了标准。无风险利率越高，风险资产的价值就越低；无风险利率越低，风险资产的价值就越高。

沃伦·巴菲特在接受《财富》资深编辑卡罗·卢米斯采访时曾经少有地做了一次公开评论，他说，在20世纪60年代末70年代初无风险利率非常高的时候，股市的平均价格相当低迷。[2]从20世纪60年代初到70年代末，道琼斯指数几乎丝毫没涨，因为对购买股票的投资者来说，他们所得的回报率必须高过当时的天价无风险利率，投资才划算。而在无风险利率很低的20世纪80年代中期到21世纪初，股票的平均价格一路飙升。此时，投资者能够相对容易地获得风险贴水（高于无风险利率的回报），道琼斯迎来了史上最大的一轮牛市。

税收

除了炒股亏钱之外，很多业余的短线炒家还忽视了飞快地买进卖出股票，累计起来要纳多高的税。这部分的损失，除了直接给出去的税款，还包括税款的时间价值。

假设你买下了一项总年限为30年、年回报率在15%的投资，它会把每年的投资复利都累积起来，在投资到期之前，你无须为它纳税。再假设投资在第30年底到期之后，你从它那里所得的收入扣掉了35%的税。这意味着你的税后年回报率约为13.3%。这么高的回报率，相当难得了。

让我们再来做一个相反的假设。这笔年回报率为15%的30年投资，每年都付给你15%的回报，而这笔钱，你每年都要纳税35%。你的税后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年回报率一下子就缩水到 9.75% 上下了。你说，净回报不算差嘛，可这就比 30 年后一次性纳税的情况少了 3.5% 的回报率。在长达 30 年的时间里，3.5% 的复利差距意味着相当大的一笔钱了。

不管投资回报率处在什么水平，事情都是这样；哪怕回报率较低的时候也不例外。倘若投资的税前回报率是 10%，只在第 30 年底一次性扣税的话，税后回报率约为 8.3%；而要是你每年都要为它带来的收入纳税的话，回报率就只有 6.5% 了。同样的道理，2% 的复利差距积累个几十年，最终会变成好多好多钱。[3]

通货膨胀

在我们的寓言故事里，商学院的辍学生不懂得货币在不同时间的价值是非线性的。大多数时候，通货膨胀和回报不同，各种回报彼此之间也有差异。4% 的年通胀率指的是，1 月 1 日可以用 100 美元买到的一堆商品，到了 12 月 31 日得用 104 美元才买得到了。但要是你在那一年里，把 100 美元放进利息为 8% 的储蓄账户，到了年底，你账户余额为 108 美元。倘若没投资的话，这 100 美元在购买力上会减少到大约 96 美元，而投资之后，你的购买力约为 104 美元（也就是 108 美元减去 4% 通货膨胀率给购买力带来的影响之后所剩下的余额）。

这些宏观经济因素都对价值有着影响，尤其是税收和通货膨胀决定了你的总回报让你增加了多少购买力。在进行估价的时候，每当利率变动，都必须重加调整。做个企业分析师，需要你对这些东西有认识，但你没法预测它们。正如巴菲特所说："股市、利率或商业活动，一年以后会是什么样子，我们从来没法设想，以前没法，现在没法，将来也没法。"[4]不过，要搞投资这一行，你怎么也免不了要吃些菠菜进进补。严格按照商业投资菜谱进食的人，肌肉会更发达，身体会更壮硕。接下来，我们将为您送上第二堂课。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章
Chapter7

你的能力范围

投资者应回避在自己能力范围之外的股票；购买不在自己能力范围内股票的人，是赌徒、投机客，要不就是呆瓜。如果你缺乏理解一家企业的知识基础，也就是评估价值—价格之间差距的最终基础，却还是买了这家公司的股票，那你就跟拉斯维加斯或大西洋赌城里的扑克牌赌徒没什么区别。你所做的一切，无非是猜测、希望，甚至祈祷事情朝着对你有利的方向发展。但除了碰运气，你实在拿不出什么理由来说自己的想法没错。

在投资任何企业之前，你要做的第一件事，是确保自己对该企业有着基本的理解。你要熟悉它的产品、客户、销售环境，等等——简而言之，也就是它的经营气候。

理解宝洁这类的企业跟理解应用材料公司（Applied Materials）这样的企业是完全不同的。前者生产和销售各种我们熟悉的日用品，如花生酱、肥皂和牙膏；后者生产和销售各种高技术材料，用于半导体行业，如平面晶体管和多晶硅的镀膜、蚀刻、离子、植入和计量等（看得懂吗）。

在做出投资决定之前，先获取必要的资料，判断企业是否在自己的能力范围之内，这很容易。上美国证交所维护的网站，或是联系华盛顿特区的证交所总部，或它的各区域办事处。要不就直接上各公司的网站。你甚至可以从许多其他网站上搜索证交所的数据库。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找到公司年报里“管理层讨论及分析”的部分。这是对该公司的叙述性的评定，应该有助于你判断自己是否能理解它。另一种有用的参考来源是董事长或CEO的公开信，你既要看它讲了公司的哪些情况，也要看它回避了哪些情况。多读年报，能让你学到许多知识，你读得越多，越能更准确地评估它们。

初始范围

能力范围应当根据你理解企业及其经营气候的天资和意愿来划定。你的知识和资质定义了这个范围的界限；这些界限框定的内容，就是你能对什么样的企业做出明智的投资决策。超出了这一范围的企业，要么太难，你理解不了；要么变化太快，你跟不上它的节奏。

要定义你的能力范围，请先从你自己从事的行业开始。零售店经理可能比较擅长理解药品连锁店CVS、Walgreen's、服装连锁商盖普、家得宝；餐厅员工可能更长于理解麦当劳。在能源行业就职的人一般懂得这一行，知道埃克森美孚、德士古公司是怎么一回事。工程师和科学家们更容易摸清陶氏化学和杜邦公司；搞电信业的人对MCI、AT&T和朗讯更有把握。医生显然在评估礼来和辉瑞制药公司时有一定的优势。而若是评估约翰迪尔（John Deere）公司，农民说不定比一般华尔街银行家更准确。

再想想你平时买什么、用什么，你是怎么做的。你兴许知道美国家庭用品公司、宝马、联邦快递、索尼公司不少情况；至少，你能比自己想象里更好地理解它们。如果你喜欢巧克力，试试理解雀巢；如果你是啤酒爱好者，看看百威和喜力；如果钻石是你最好的朋友，那就去找蒂芙尼吧。

对你所在地的区域性公司也一样。纽约的联合爱迪生公司、落基山脉（南达科他州、怀俄明州和蒙大拿州）的黑山电力公司、芝加哥的第一奥克斯地方银行，洛杉矶的威尔希尔地方银行，以及东南部（阿拉巴马州、佐治亚州和佛罗里达州）的阿拉巴马国立银行，对生活在这些地区的人应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该比较容易理解，调查起来也有意思。对常驻某地的大公司也是一个道理，比方说西雅图的波音公司、亚特兰大的可口可乐公司、达拉斯的金佰利公司、密尔沃基的江森自控有限公司。

那些自然而然就在你能力范围的公司，跟那些表面上看不怎么明显、其实也挺符合的公司之间，存在什么样的联系呢？如果你是干零售业的，古琦、拉夫·劳伦和爱马仕国际这些服装公司怎么样？像凯尼斯·柯尔（Kenneth Cole）这样的后起之秀又如何呢？体育迷可能更希望多对耐克有些了解；音乐人嘛，钢琴制造商施坦威不错。只要你确定了自己正在从事或感兴趣的领域，上各大投资银行或知名网站上看一下该领域的公司清单，合适的例子就源源不断地涌出来了。

找出你有所认识的若干公司和行业之后，为进一步清晰地划定你的边界，你需要问自己几个有关该公司的常识性问题，评估该公司是否够资格进入你的范围。如果你能回答这些问题，那么该公司可能够资格，如果你回答不出来，重新选一家更有把握的公司，再问一遍同样的问题。这里列出一些关键性问题。

这家公司销售哪些产品？提供哪些服务？剃须刀（吉列）、计算机芯片（英特尔）和游艇（嘉年华公司）可是大有不同的。你理解这些产品吗？你知道它们是怎么用的吗？

这家公司生产的产品是人们需要的吗？人们肯定需要剃须刀和芯片，但豪华游艇度假这种奢侈品可就不见得了。在不确定的将来，这些产品会有人需要吗？牙膏（高露洁）、纸张（Mead 纸业）和宠物用品（你还记得是哪家公司生产它们吗?），不一样的地方可太多了。今天的需求和明天的需求也大不相同（要是电解和激光去须技术有了长足发展，说不定剃须刀就没人用了；目前正处于研发阶段的化学动力芯片，有可能替代现在的计算机芯片）。

较之可能的替代品，该公司的产品有些什么特色呢？可口可乐和百事可乐之间的区别虽然微不足道，但消费者是不是这么想的呢？饮料行业，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及其他许多日用消费品行业，产品的细分有可能带来极大的成功。

换一种方式问，这家公司有没有可能提高产品价格，又不会造成销量下降呢？嘉年华公司对它的游艇提价，恐怕比 Mead 对它生产的纸张提价要容易许多。提价又无损销量的能力，叫做“经济商誉”。有些公司让自己的产品在消费者眼里别具一格，让自己的产品显得值得多花钱购买，从而获取了更多的经济信誉。B&O 成功地做到了这一点，它将自己的形象提升成了“高端”音响和其他影音器材生产商。

接下来，是对产品市场提出同一类的问题。公司的目标客户和客户群是什么样的？是青少年（如电子音乐），还是退休人士（医疗设备）？是男性，还是女性（体育用品、服装、化妆品）？

该公司是否有相当大的一部分收入来自极少量的客户，比如像宝洁（13%的销量都来自沃尔玛）一样？它是有数百万的客户，还是只依赖少量的客户？（可口可乐公司又超过 1.4 亿的小经销商客户，产品经这些小经销商之手，卖到终端顾客手里。）

公司对客户的依赖性到了什么程度——主要客户是否足够强健稳定？哪怕企业有着久经时间检验的知名产品，也会因为主要客户的政策变化蒙受重大经济损失。美泰（生产著名的“芭比娃娃”）和孩之宝（手下有大量强势品牌产品，如“星球大战”系列和“宠物小精灵”系列玩具），都曾因为大客户玩具反斗城在库存控制上的重大变化（玩具反斗城把大部分库存成本从自己的门店转嫁给了制造商）饱受财务冲击。

公司如何销售产品？直邮（如戴尔）和门店（如星巴克）是截然不同的分销模式，反过来说，它们跟通过互联网销售（比如亚马逊公司）、行业制造商对本行业客户的销售（如江森自控公司和通用电气公司）也完全不同。

公司有哪些地域性市场？亚洲经济衰退可能会给主要业务在此开展的跨国企业造成重大利润损失，1998 年的亚洲金融危机就让宝洁和可口可乐这样的老牌知名企业受了重创。不过，由于这两家公司的业务范围遍及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球，它们还是在挫折中存活了下来。

面对经济和商业条件的变化，公司能否迅速适应，甚或把握先机？能够激动灵活地将旧经济业务和新经济战略结合到一起的公司（比如通用电气）是值得信任的。你能判断出哪些公司具备这种能力吗？

这些常识性问题还可以继续问下去，比方说：公司的供应环境如何？员工关系怎样？它是否在政治或经济极不稳定、风险特别大的地区开展业务？

靠着这些问题，应该足够检验出一家公司是否在你的能力范围之内了。还是那句话，如果你能回答这些问题，那么这家公司或许够资格划入你的能力范围，如果你回答不出来，就重新找一家你更熟悉的公司试试看。

格雷厄姆建议说："选择面是很大的。在选择的时候，不光要看个人的能力和知识；兴趣和偏好同样重要。"[1]巴菲特也说过："你不必精通每一家公司，甚至不必精通多家公司。你只需要能够评估在你能力范围内的公司就行了。能力范围有多大并不太重要；但了解它的界限却是关键。"[2]如果非要你在范围大和边界清晰之间做出选择，记得选后一个。当然了，较大的能力范围能赋予你更多的机会，所以，努力扩大它吧。

能力范围的培养

你范围的边界必须随着时间而改变。如果你原地踏步，有些原来属于你范围的公司说不定干脆就消失了。假设你现在是时尚界大师——比方说你在纽约服装行业工作，或是大型零售连锁店（如萨克斯第五大道精品百货店）的采购，你肯定知道为了在未来 5 年内保持大师地位，你必须在这一时期不断学习新东西。事实上，尤其是在时装行业，你必须每天都紧追慢赶，因为时尚是一门飞速变化的行业（看它的名字就知道）。色彩、裙摆、剪裁、谁热门、谁落伍，时时刻刻都在变。为了保持领先地位，你必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须主动改变。

如果你 10 年前在一个行业里待过，你光凭借对它 10 年前的认识来评估现在该行业里的公司，这样的位置对你来说是非常不利的。以图书出版业为例，这一行在过去 10 年发生了飞速变化。例如，在分销渠道，首先是巴诺和 Borders 这类连锁书店的兴起，使得许多旧式独立书店黯然失色；接着，像亚马逊这一类网上书店的兴起，再次改变了这一行的角力局面。整个图书出版业发生了大融合，变成了更宽泛的娱乐行业的一部分。

这一时期，出版业人士需要不断扩充自己的相关知识，同时对自己的投资能力范围重加调整。如果一位编辑、出版商或其他业内人士抱着固有的认识不变，不光有可能失去职业竞争力，还磨损了对自己所在行业的投资眼力。如果你现在停止学习，随着世界的变化，你知道的东西就减少了。而随着世界的变化，哪怕你只想停在原来的位置，也得知道更多才行。

能辨明行业发展趋势的人，能够更好地确认这个行业里的哪些企业有可能保持领导地位，或脱颖而出。意识到自己了解的行业会受其他哪些你不怎么了解的行业所影响，这一点同样重要。图书出版业把原来两三公斤重的书放进了磁带或光盘里，给音乐行业造成了竞争——人们在汽车里，甚至在自己的家里听起书来，不再听音乐了。把好几十本百科全书装进一张光盘的做法，咬掉了传统印刷百科全书行业很大一块利润。

面对来自其他行业的入侵和本行业的被动转变，要想保持能力范围，你必须对这些“其他”行业有所认识。这就是说，要维持你的能力范围，你不光要对属于这个范围里的东西了如指掌，还要不断扩大你的能力范围，把那些有可能造成影响的东西囊括进去。

有些人从小在技术环境下长大，对电脑、数字化和互联网比对时尚和出版懂得更多。所以，他们最初的能力范围可能仅限于技术行业的公司。然而，光是坚守这些行业很危险。其他行业（比如时尚和出版业）如何使用来自高科技公司的技术，对高科技公司价值的影响是很大的。

同样道理，在时尚或出版行业工作的人，对这些领域可能比对技术更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了解，他们的最初能力范围大概也会是自己这一行里的企业。可高科技公司推动着时尚和出版业的变化，要是他们不了解这些技术公司的知识，以后对时尚和出版的认识也会越来越少。

所有公司和行业都会因为外力而发生改变。这些外部力量包括全球化、计算机信息化，美国服务行业的兴起、全球电子商务行业的兴起，等等。跟上这些发展，有助于判断变化带来的冲击。还有一些很难衡量的外部力量，如战争、贸易争端、石油价格上涨和地震。这就需要进行精妙的平衡。

格雷厄姆说："有些不在公司控制能力之内的因素，同样会对公司股票价值造成影响。行业前景、整体业务环境、股票市场环境，通胀或萧条时期、认为市场影响、对证券类型的偏爱——这些因素无法用严格的比率或安全边际观点来衡量。你只能靠着频繁接触金融和行业新闻，获取全面的知识，对其进行判断。"[3]

巴菲特对此表示赞同，但他更强调要选准企业（也就是说，不管出现什么样的外来因素，都能蓬勃发展的企业），而且，绝不能沉浸在能够通过水晶球预知未来的幻想里：

> 我们以后仍将忽略政治和经济预测，对许多投资者和商业人士来说，它们实在是太分神了。30 年前，没人能预见到越南战争大规模爆发，工资和价格受控，石油冲击来了两轮，一位总统辞了职，苏联解体了，道琼斯指数一天之内跌了 508 点，或是国债收益率居然会在 2.8% ~17.4% 的范围里上下波动。
>
> 然而，叫人惊讶的是，这些重磅炸弹新闻对格雷厄姆的投资原则没有丝毫地削弱……恐惧是投机者的敌人，却是基本面分析人士的朋友。
>
> 未来 30 年，肯定还会出现另一轮重大冲击性事件。但我们绝不会试图去预测它们，也不会试图从中牟利。[4]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有公司——不管是经典企业、优质企业还是新秀企业，都会出现特点和性质上的变化。销售量和收入不断上涨的经典企业，可能会因为竞争对手和新进入者的挑战，重要市场的低迷，或客户、供应商改变了业务方式，而走上了下坡路。销售量少、没有收入的新秀，也可能逐渐成为行业主宰，扼杀竞争，最终产生巨大的收益和价值。优质企业走上这两条路的可能性都存在。

哪怕所有的企业都要变，一部分企业却一直守着一点不变，这一点，也就是客户总是回来找它们的原因。如果你的能力范围中有这样的公司，那一定要多加关注；它们非常罕见，非常珍贵，巴菲特称之为“早晚总会成功的公司”。[5]

在维护和扩展能力范围的过程中，要注意到，会对行业和企业造成影响的变化，是遵循着某些界定清晰的轨迹的。业务变化并非不可预测，只是很难预测罢了。业务变化的类型和模式千变万化，但这些潜在的无穷变化可以用很简单的方式归纳组织起来，让你从盈利性的角度来思考这些变化。主要的模式一般跟产品及其品牌知名度、商品特点、供给的来源及成本、分销链、客户习惯和口味、业务及组织设计相关。[6]

以品牌商品的模式为例。有些企业能将一种日用产品变成品牌产品，比如高乐氏的漂白水，柏杜的鸡肉。品牌产品也有可能变回日用产品，走上福特 T 型车和胡佛真空吸尘器的道路，或者像施乐复印机和金宝汤那样，品牌的特权价值降低了。了解公司的品牌定位很重要，但更为重要的是了解品牌的承诺，以及品牌推广、保护和扩大这一定位的能力。

供应模式能够减少或增加公司必须维持的库存量。能减少库存的企业，最终能降低成本，提升利润。戴尔和供应商建立了紧密的联系，消除了相当大部分的电脑部件库存。IBM 和康柏在这方面做得可就差得多了。

分销模式一贯重要，在互联网的曙光阶段，它得到了大量的关注。同一时期，产品直销消失了。富勒刷子的推销员，送牛奶上门的推销员、雅芳小姐，都曾给各自的公司带来过可观的利润优势，但随着美国转向郊区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活，汽车、高速公路、购物中心和商场的大规模出现，情况发生了变化。当然，随着直销人员的改头换面，开始为家庭直接运送电脑、书籍和杂货，有些事情再度起了变化。

捕捉到了大众暂时性想象的可笑产品，兴许能产生一些短期利润（如呼啦圈、溜溜球），但这一类产品最典型的模式是，大众的口味突然消失，产品的利润转移到了收藏家和交易商手里（eBay 就是这样起家的）。持久的模式才能带来长期利润中心，比方说纳贝斯克糕点公司就利用健康饮食的发展趋势，生产低盐低脂食物。

业务组织和设计会随着企业经营和竞争的环境大幅变动的：

- 全球化使得许多公司（如宝洁和施乐）重组管理层结构，从前按地区划分事业部，现在是按产品线划分事业部。
- 互联网和电子商务的兴起，使得许多公司开创了全新的业务领域，在线销售其产品；或把现有业务的主要部分进行调整，利用互联网销售的低成本和大覆盖范围。通用电气是双管齐下的。
- 转向服务利润中心、利用较少的硬资产释放更多的利润，使得许多公司把部分业务承包给了管理人员，不再是直接所有。巴诺书店进入大学图书市场就靠的是这种方式。

能够调整组织结构和业务设计来迎合多变的需求和机遇的企业，是值得多加注意的好公司。如果你注意到有一家公司不断这样自我调整，那不妨多去了解一下它。就算这些公司进不了你的能力范围，你也可以靠着研究它们得到的知识，扩大你的能力范围。可口可乐和迪士尼就是很好的例子。

可口可乐公司的主要业务是在全世界销售饮料，浓缩糖浆构成了可口可乐的品牌，但“美汁源”（Minute Maid）和其他近 200 多家企业也是以此为生。可口可乐公司把大部分的资源用来推销自己的品牌，提高消费者认知度，并靠着多家独立和全资所有（以及部分所有）的瓶装商，维持、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩大自己的瓶装饮料业务。20世纪80年代，可口可乐公司看出，它的主要客户不再是直接饮用可乐和其他品牌饮料的终端消费者，而是全世界范围内分销饮料给终端客户的经销商，于是对自己做了彻底的改造。这次转型是在可口可乐前CEO罗伯托·戈伊苏埃塔领导下完成的，本书在最后一章对此做了更深入的讨论。

迪士尼的主要业务基本上是通过美国广播公司（ABC）、ESPN、主题公园和度假地广为传播的创意内容（电影、动画和图书）。迪士尼的独特之处在于，去迪士尼乐园（尤其是带着孩子或孙子）是一场无与伦比的经历。而且，迪士尼不断振兴着自己的业务，它挤入电视行业，开发能以多种形式（电影、磁带、主题公园、服装和纪念品等）销售的重磅产品，还利用互联网来进一步拓宽自己的创意内容和分销渠道。

以上并未详尽地罗列出所有模式，但它们都是能调整、重塑你能力范围，值得你加以关注的重要趋势。下面，为了重塑你对公司的认识，把它们变成你能力范围之内的东西，让我们来仔细探讨一些案例吧。

全面的能力范围

让我们从本书开头提到的三大类别中各选一家来讨论吧：经典公司——通用电气，优质公司——微软，新秀公司——亚马逊。这些都是财经媒体广泛讨论的重要企业，但它们区别很大，它们的历史、产品、金融和业务特点各不相同。

通用电气公司在相当多的行业里开展业务，部门众多。它最重要的部门是冰箱等电器、灯和灯泡等照明用品、全国广播公司（NBC）、飞机引擎、资本服务（它本身就是一个有着30多家分公司的多元化集团，在全世界开展各种消费者和商业金融活动）、从汽车到CD光盘都要用到的塑料，以及工业、医药、电力和运输系统（如工厂自动化、医疗设备、燃气涡轮机和火车头等产品和商业解决方案）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解通用电气是一项高难度任务，因为它需要你对金融、广播、消费者和工业等不同行业有一定的基础知识。但要是你读过它过去几年的年报，并特别注意到前 CEO 杰克·韦尔奇（我们会在第 14 章讨论他）撰写的致股东的精彩信件，你一定会对该公司及其运营方式产生清晰的认识。事实上，韦尔奇认为，了解通用电气并不难，等你读完第 14 章以后，你或许会同意他的看法。

头一件引起你注意的事情是，通用电气公司现在变成的这个样子，杰克·韦尔奇在 20 年前就做了宣告。他说，只要能在一个行业达到第一或第二的位置，公司都可以保留任何业务。达不到这个标准的业务，就调整、变卖或终止。最终，通用电气公司留下来的业务，就相当于是一份相当华丽的艺术藏品，而杰克·韦尔奇，则是它的保管人。

较之有上百年历史的通用电气，成立于 1975 年的微软算是新人了。它开发、制造一系列的软件产品（包括操作系统、服务器应用程序、工作效率程序和软件开发工具），并为之提供授权和技术支持。微软的巨大成功，迟至 20 世纪 80 年代末都很难预料，因为那时候软件行业的角力局面充满了变数。这 10 年过去之后，20 世纪 90 年代的到来正式确认了该行业的力量和重要性，微软的主导地位也变得较容易预测了。

然而，20 世纪 90 年代末互联网的大范围普及，看似对微软的业务构成了威胁。可微软强势打入了网络浏览器这一行，设法引导（这是适应性强的一种特点）开了这一危机。虽然微软比亚马逊要稍微年长一些，但跟通用电气比起来还是很年轻的，这使得人们很难预测它的未来前景（哪怕完全不考虑法律和监管环境）。

不过，你仍然可以从微软的年报中了解，视窗操作系统安装在了 3 亿台采用英特尔架构的个人电脑上，从这个意义上来说，微软不愧为全世界顶尖的 PC 软件公司。它也是电脑应用程序工具的领头羊，在互联网上的发展非常迅速。它下属的网站，如 Hotmail、MSNBC、Carpoint 和 Money-Central，每个月有 4 亿多用户访问。如果这些计算机和互联网业务正和你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的胃口，读一读微软年报里的内容，CEO 比尔·盖茨写的书，或是公司致股东的信件。

亚马逊创办于 1994 年，在企业界只能算是个小孩子，它的主营业务是图书、CD 和录像带（总数量约达 500 万种）的网络零售。它的业务模式，尽管有趣，但很难盖棺定论，因为它还在飞速变化着。亚马逊一开始是一家书店，但很快就把产品线扩大到了玩具、电子产品、家装用品方面，甚至还跟索斯比拍卖行成立了一家合资公司。它的网站平均每月吸引的访客多达 1 200 万人次。

亚马逊以实时方式从供应商处购买存货，从而将库存和仓储成本降到了最低，它从自己的网站上接受订单，由仓储团队安排运送。不管人们对这种业务模式有什么看法，有一点不容置疑：互联网作为消费者购物的一种重要途径，已经获得了巨大的成功和发展。亚马逊的业务模式就建立在这一事实的基础之上。

虽然到目前为止一切都好，但对大多数人来说，互联网的历史太过短暂，要预测亚马逊及其他电子商务企业的未来发展，比预测通用电气甚至微软要困难得多。事实上，由于亚马逊目前还从没产生过利润[⊖]，预测它的前景本身也的确很难。图书业务非常成熟，发展缓慢，竞争激烈，利润率很低；亚马逊在其他行业的扩张，带来了巨大的前期成本，短期内，公司的亏损会进一步加大；当然，未来它有可能赚回巨大的利润。

亚马逊越发多元化的业务，有可能分散管理层的注意力（就像多元化的投资组合有可能分散你的注意力一样）。虽然说，如果管理得当的话，业务多元化有可能干得像通用电气公司那么成功。除开这些不确定性，亚马逊的生意真的很有意思。要是有人具备对它多做了解的天分和能力，却没多下工夫，那可就太愚蠢了。

⊖ 这是作者在 2001 年撰写本书时的情况。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做决策

评估一家公司及其所属行业、相关行业的信息，能让你对预期回报及损失做出理性的判断。要是你不这么做，那就是在抛骰子赌运气。要是做决策的人足够保守，他会采取这样的立场：在没有切实的证据和信息之前暂不表态。如果用数字来表示的话，他们大概会说，你肯定要有相当的把握（比方说你对结果有 90% 的把握，只有 10% 拿捏不准）再做出判断。

不那么保守的人则相信，做出某一决策，需要证据多少才够，要看决策做对了带来的回报和做错了带来的损失之比是多少。[7]倘若决策做对了带来的回报非常高，而做错了的损失又非常低（比如得到 99 美元对损失 1 美元），那么你可以大幅调低心里的把握性，低到 1% 都可以。人们买彩票，反映的就是这种决策心理。

如果收益—损失矩阵的形势反过来（比方说得到 1 美元对损失 99 美元），那么你就要有大得多的把握才行了——也许接近 100%。在生活里，这就是稳赢不赔的赌注。但即便是最铁杆的赌徒也知道，根本没有什么稳赢不赔的赌注。

哪种决策的态度最适合你自己的心理，是由你的风险偏好决定的。损失无可避免。如果损失让你的痛苦指数飙升，那就要坚持保守方法，如果你能容忍损失，就可以采用更为激进的做法（注意：在大多数人的权重里，损失要比收益大差不多 2.5 倍）。

巴菲特是一个保守的决策者。他在解释伯克希尔·哈撒韦少用外债的保守财务策略时说，哪怕高债务杠杆有 99% 的概率带来好的结果，1% 的概率造成介于痛苦和违约之间的后果，他也不会下这样的赌注：“我们不会喜欢这种 99:1 的赔率，永远不会。在我们看来，获得额外回报的高概率，没法抵消危险或耻辱的小概率。”[8]

格雷厄姆也非常谨慎，他警告投资者要避免收益少、损失大的冒险。[9]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他建议根据知识和经验来下判断，不要光靠乐观精神（在很多情况里，乐观精神极为宝贵，但在投资上不是这样，巴菲特把乐观精神称为“理性买家的敌人”。）[10]

格雷厄姆和巴菲特的观点反映了当代的社会心理学认识。相关的研究表明，在任何决策过程中，大多数人共有的认知缺陷会造成判断上的潜意识失误。投资者必须考虑的主要认知偏差如下：

- 过度的自信与优越感：在你只是有些肯定的时候，你相信自己十拿九稳（或在自己不确定的时候，相信自己颇为肯定），相信自己比普通人更优秀（乌比冈湖综合症）。
- 确认与抵触：歪曲你对新信息的阐释，用以支持你早先的信念，对这些信念的更新十分缓慢。
- 立场过于鲜明，热衷寻找模式：过分看重戏剧化的信息，对一系列类似的新闻事件反应过度，认为它们表明了某种模式。[11]

其中，潜在损害最大的认知偏差是过度的自信和优越感。巴菲特说：“对大多数人来说，投资时最重要的不在于自己知道多少，而在于对自己不知道的事情做了多大现实度的界定。只要能避免犯大错，投资者需要做正确的事情并不多。”[12]

有三项简单的策略能帮助投资者避免上述推理失误。首先是把它们识别出来。二是坚持正当的理由，比方说，你可以给自己写一份备忘录，解释为什么会做出这样的决定。（请注意这一策略的限制，巴菲特引用本·富兰克林的话解释说：“对理性动物来说，这件事再方便不过了，因为人想做什么事都能找出理由来。”[13]许多人对自己做的很多决定并没有说得清的理由。对投资决策而言，如果你没有说得过去的理由，那就别拿主意。）第三点，战略是在做决策的时候有着清晰的导向。对投资来说，这就包括本书中所讨论的各概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章
Chapter8

辨识成功

是什么东西使得一项投资具有吸引力呢？显然是该投资的价格大大低于价值。估算价值需要对未来的可能业绩做出判断，但要做出这种判断，你只能依靠它过去的记录。历史学家丹尼尔·布尔斯廷（Daniel Boorstein）说，不了解一点历史就规划未来，跟种植切断了根的鲜花一样。

投资决策同样不能以这种没根的花园做基础，它需要观察企业的历史。倘若说会计是企业的语言，数字就是它的历史。正如历史错综复杂、范围广大、充满矛盾，作为企业历史的数字也是一样。然而，要是你把焦点放在几组关键的数字上，良好投资的路线图就变得一目了然了。

先从管理层讨论和业务分析开始。除了对业务进行叙述性的评估，它还总结了公司财务报表里最重要的数字。所以，计算这种麻烦活儿你不用做了，你只要观察数字就行。管理层讨论还从管理的角度，阐释了这些数字的意义。所以，要理解这些东西，你也不一定非得是个会计。

使用二手数据库的时候要小心。很多网站都为你提供了筛选工具，你可以根据下面要说到的几十种变量，从 12 000 多家不同的企业里进行挑选。这些工具起到了过滤器的作用，它帮你找出了数量有限的企业，方便你仔细研究。原则上来说，使用这种技术是完全合理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，你没法肯定搜索引擎处理的是完整的数据。它们的数据一般并不包括公司的会计政策、脚注信息、管理层讨论及分析部分。这些数据并不是随时更新和订正的，有可能在传输过程中出现内置性错误，还可能是一堆没有相关性的大杂烩信息的产物。这并不是说上述筛选系统毫无价值，只不过，你在使用的时候要谨慎。[1]

企业燃料

所有企业每天都会有即将到期的债务，需要资源来满足。企业短期需求和资源之间的差额，就叫做营运资本。它有点像是发动机的燃料；最好有满满的一大缸，可要是溢出也很危险。营运资本太少，可能会对企业短期内的日常经营造成威胁；营运资本太多，则可能意味着资源没有按最佳方式配置。

营运资本在什么水平合适，不同的企业也各不相同。判断需要多少营运资金，评估它是否足够，方法之一是将营运资金与销售额加以比较。通常，对依靠低成本项目产生可观收入的零售企业（如超市），营运资本所占销售额比例较小（可能在15%左右）；而对高价项目（如飞机）的工业制造商来说，营运资本占销售额比例就要高得多了（大概介于25%～35%）。日用品制造商（如Carnation或高乐氏公司）则可能在这之间的某个水平。

还有一些企业可以靠着极低甚至为负的营运资本经营。餐饮行业的公司，比如麦当劳，经常在负营运资本条件下运作，因为这家企业是以现金结算的。现金能带来直接的流动性，而且，企业与供应商之间多为赊销方式，也就是说，供应商答应企业先收货、使用，等收回现金之后再付款。其他行业的企业也能从同样的组合条件中受益，亚马逊就做过示范：有时它会靠着负营运资本经营，同时不损害自己到期偿还债务的能力。

在石油和天然气行业，现金的主要来源是来年将生产的可靠储备量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管按照公认的会计准则，资产负债表上不能把这些东西表现为营运资本，但它们确实会变成现金。其他行业的公司，有时候会靠短期借贷（如用银行贷款等长期债务进行再筹资的商业票据）来为新的建设项目提供资金。这也能带来较低或为为负的营运资本，同时不对企业短期还债能力构成威胁。

格雷厄姆在他 1937 年出版的神奇小书《财务报表解析》（*The Interpretation of Financial Statements*）中这样写道：

> 特定企业的营运资本保持什么数量合适，取决于公司业务的数量和特性。重点在于营运资本占销售额的比例。开展现金业务、库存周转快的公司——比如连锁超市——需要的运营资本较销售额甚少，而重型机械制造商就高得多了，因为后者的产品多是靠长期付款卖掉的。[2]

流动比率和速动比率

评估营运资本状况，是通过比较流动资产和流动负债的相对关系来实现的。这种关系叫做“流动比率”，它显示了一年中有多少现金或有多少可以转换为现金的资产，能用于偿还当年到期债务。从经验上看，大多数企业的理想流动比率约为 1.5，但流动比率的波动幅度，在不同的企业和行业之间是相当大的。

流动比率太高——比如 3、4，甚至更高——是存在潜在效率问题的征兆。它暗示存在可以释放出来、放到更好用途的财政资源：库存可以降低，应收账款应该尽快收回或变卖，或是应付款项可以稍微缓一阵再付出去。

另一种极端是，流动比率在 1 或 1 以下（也即营运资本为负），这往往是公司短期内偿付到期债务有困难的警告信号。故此，倘若公司的流动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比率接近1或低于1，有必要进一步探讨它的流动性问题。

近年来，标准普尔500指数里的公司平均流动比率大约为1.5，该指数里的企业联合体（通用电气就是其中的一部分）也保持在差不多的水平。计算机行业的流动比率一般较高，接近2.75（微软就在这个平均值附近）。专业零售商，包括亚马逊，流动比率比这些都要高，约为3.5。亚马逊的波动幅度很大，从负数到4.5都有过，主要跟它投资新业务的借贷水平有关系。

流动比率的波动范围，反映了不同企业的需求以及它们独特的筹资情况（这叫做“净营业周期”，也即预期库存投资跟应收账款及应付账款之比的关系）。亚马逊有时候会在负营运资本下经营，但考虑到它库存少、应收账款少，又是零售行业，故此，这是安全的，甚至也是营运资本管理得当、公司有价值的良好指标。微软流动比率相对较高，在很大程度上是因为它在经营活动中产生了庞大的现金。通用电气公司及其同行表现出相对成熟企业的常见特点，尽管通用电气一直想把自己所需的营运资本金额减少到零。

你可以只看高流动性资产，不看库存和预付费用等资产，对自己的分析进行微调。这样的话，你就只留下了现金（也就是流动资金）和短期即将到期的（比如3个月内）应收账款等资产。这种改良测试叫做“速动比率”，有时也称为流动资金比率或酸性测试比率。

这里仍然可以套用经验法则。速动比率最少也要有1，一般来说越高越好——但也有个限度。知道这一点很有用，因为它揭示了流动比率的相对水平。举个例子，倘若库存水平过高，那么，处在看似满意范围（比方说介于1.4到2之间）内的流动比率，实际上却可能太高了。企业不能靠库存来偿付债务，故此，要是一家公司流动比率高而速动比率低，我们有理由担心它能否偿付债务。

像通用电气公司这样的企业集团，流动比率和速动比率之间的差距，往往比其他企业更大。从整体上看，集团的流动比率约为1.5，速动比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却为0.8，这说明它大部分的当前资产既不是现金，也不是短期内的应收账款。对计算机和网络零售等现金流动性更强的企业来说，两个比率的差距要小得多，因为这两个行业的流动比率中有些流动性很快的资产（在计算机行业，流动比率是2.75，速动比率是2.6；在专业零售行业，前一比率是3.5，后一比率为2.5）。这些变量反映了相关企业经营环境的范围，还说明，从对流动资金的需求及满足这一需求的方式方法上看，通用电气、微软和亚马逊跟它们各自的同类企业并没有太大的差异。

债务

要核实一个公司吸引额外资金的能力；倘若公司负担着商业票据等短期债务，营运资本为负，这一点尤为重要。我们可以通过债务股本比率来达到核实的目的。最一般的算法是用公司的总债务（包括短期债务和长期债务）除以公司所有者权益的总额。

这一比率衡量的是企业长期内的相对借贷能力和偿债能力。债务股本比高的企业称为“高杠杆”，也就是说，债务水平相对于所有者（股东）对企业的投资水平很高。什么样的债务股本比是正常水平，各个历史时期有所不同，要看当时的经济环境和社会对债务的普遍认识。

比如，20世纪80年代，债务股本比率在7:1甚至更高的情况是很常见的，可到了20世纪90年代初期，普遍的比率则接近4:1。到了世纪之交，标准普尔500指数企业的平均债务股本比只有1:1，它表明这10年里，大多数企业筹措资金都靠出让股票而不是举外债。

不过，企业集团的债务相对来说比较重，债务股本比平均接近3:1，通用电气公司更高，达到了4:1左右。这种债务水平反映出这些企业处在比较成熟的阶段，尤其跟远为精悍的计算机行业相比更是如此。例如，微软全靠内部产生的现金来开展所有经营，它没有任何债务。平均来看，计算机行业整体的债务股本比也低得惊人，在2:1上下。亚马逊处在上述水平之间，它既需要资金来扩张业务，展开仓库建设项目，而且，跟微软比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起来，它产生现金的能力较弱，不足以满足这些需求。

相对较高的债务股本比反映出来的杠杆力量，兴许是很可取的。如果一家公司能以低于利润率的利息借入资金，那么借贷有利可图。股东能够得到好处。然而，这个好处有一点限制：就算是相对廉价的资金也必须偿还，债务负担太多，碰上回报不景气的时期，有可能会让企业陷入困境。

我们可以用偿付比率还进行权衡——也就是对比债务的收益与偿还利息。对大多数工业企业，利息偿付比率在3～4之间比较谨慎，它意味着借贷水平处在相对安全的区间。21世纪初，由于美国企业负债水平相对较低，收益性又相对较高，标准普尔500指数企业的平均利息偿付比率猛涨到将近11。

企业集团的利息偿付比率接近历史正常值，平均为4.5，通用在2.5上下。微软是另一个极端，它完全没有负债，无须偿还。亚马逊也是个有趣的例子：因为还在亏损（利润为负），它的偿还率为负数，低到了－4。这种情况需要我们进一步地考察其他固定费用，在亚马逊的例子里，这就包括了必须支付的仓库租金。因此，它的固定费用偿还比率更糟糕。要想进一步扩张，它必须有更强大的筹措资金能力。

显微镜下的管理者

衡量管理效率，我们有三种简单的工具。它们以库存效率、应收账款管理效率和利润率大小为中心。有些公司会定期报告它们的库存和应收账款的周转速度，以及利润率水平，有些公司甚至会在董事长信件中突出这些数据——一般而言，这是好的迹象，至少表明管理层是诚实的。对其他公司，你必须自己去挖掘（不是好兆头）。用这种方法把管理者放到显微镜底下，有助于你衡量企业未来绩效的潜力——公司是否已经从业务中榨取了最大利润，还有没有空间再提升一些？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

库存周转率

尽管一般认为库存是流动资产，有望在1年内变成现金，但衡量它的销售速度，能让你更精确地了解它的相对流动性。库存周转速度（或周转率）衡量的是一段时期内售出商品的成本与该时期平均库存水平的关系：

$$\frac{\text{当年销售成本}}{(\text{期初存货}+\text{期末存货})/2}$$

库存周转水平是库存管理质量的可靠指示器。库存放着没售出的时间越长，它给企业带来的价值就越低，因为它本应该变成现金，配置到其他更具生产力的用途上。库存水平高，还增加了产品过时或损坏的风险，它需要大量的现金或向银行借贷来维持，要是市场价格大幅下跌，亏损的风险也很大。

通用电气公司的库存周转管理是出了名的，前CEO杰克·韦尔奇，会在每年致股东的公开信里做汇报。企业集团的平均库存周转率是7，标准普尔500指数里的公司为10左右，而通用电气公司处在这两者之间，为8，非常健康。微软对库存的管理也很好，跟计算机行业整体相当，大约为15；这个数字比通用电气要稍大，一部分原因在于两家企业销售的产品极为不同。

亚马逊的库存管理更是达到了超高效水准，快到了20上下。亚马逊是即时库存方面的专家，它把过去几十年里发展起来的这种重要管理策略带上了一个全新的阶段。货品绝不会放在亚马逊的仓库里空转，这种飞快的周转率降低了成本。企业既可以为客户提供更低的价格（亚马逊的超低折扣就是这么来的），也可以继续按市场价格供货，产生更大的利润。

应收账款周转率

公司的信贷政策，既可以是它的致命弱点，也可以是它的效率驱动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

器。赊账销售、欠款或呆账太多，会把现金流搞垮。快速收回账款，能提高流动性，让公司利用客户来为自己的业务提供资金。计算应收账款周转率，是用一个时期内的赊账销售额（如果这一项目不是单列出来的，那就按销售总额计）除以同期未解决的平均应收账款额：

$$\frac{\text{赊账销售额}}{(\text{期初应收账款}+\text{期末应收账款})/2}$$

反过来说，要衡量账款的回收速度，用一年里的天数除以周转率。所得结果是在外应收账款的平均收款期。将这个平均值和公司信贷政策规定的天数对比一下，就能看出管理者将信贷环节经营得怎样了。如果平均值大于政策规定（比如说，按规定用 30 天或 60 天里收回的账款，实际收回的平均时间是 70 年），事情就麻烦了。

通用电气公司对应收账款管理得相当有技巧，它们的应收账款每年能周转 8 次，也就是说，平均收款期在 45 天以内。而企业集团整体的应收账款平均一年只能周转 3 次，也即收款期平均为 120 天。微软也是个收账快手，每年能周转 11 次左右，收款期仅为 30 天多一点——这或许是该公司奉行无纸化政策的结果，它所有的货单（和发票）均采用电子化方式完成。电脑行业的平均水平和通用电气公司相当（周转 8 次，平均 45 天）。

最特殊的例子仍然是亚马逊，它的周转能达到 40 次，收款期仅为 9 天。这意味着亚马逊的客户为公司的运营提供了相当一部分的资金！客户提供的资金远远超出了公司要向债权人偿还的债务，尤其是公司的供应商，还把交易付款期限延长到了 60 天。

利润率

企业效率的关键是每一美元销售额里利润占了多少，这就叫利润率。计算利润率，只需将营业收入除以总的销售净额（也即扣除返还、折扣等之后的销售额），并用百分比表示所得结果（除了这种标准利润率计算方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法，还有两种方法也很常用：一是所谓的毛利润率，将总销售毛利除以总销售净额；二是更具体的净利润率，是将净收入除以总销售净额）。标准计算公式如下：

$$\frac{\text{营业收入}}{\text{净销售额}}$$

不同行业的利润率差异相当大。比方说，汽车和金融行业的平均利润率（多在10%左右）比计算机、制药和食品业要低（像微软可高达40%）。标准普尔500指数企业的平均利润率约为17.5%，通用电气公司跟这差不多，其他企业集团的利润率则为13%～14%。没有盈利的公司，比方说亚马逊，利润率为负数。

利润率可以往下挤压也可以继续扩大，这在很大程度上取决于企业是掌握着特殊的专营权，享有市场力量，还是要在难以塑造品牌、确立产品差异的日用品市场里竞争。可口可乐和百事可乐不断追求产品的差异化，不断探索如何在不损害销量的前提下提高价格。根据经济气候的不同，它们成功的程度也稍有差异。

亚马逊依靠一流的网站，向这种产品差异化里投入了大笔投资。它的网站上有一些受专利保护的功能，如“一键点击”和独特的格式。潜在竞争者（如barnesandnoble.com和buy.com）能轻易仿效这些所谓的差异化，迅速吞噬亚马逊的利润率。

不管是汉堡摊、网上书店还是饮料行业，竞争迫使人们不断努力创新，使用先进技术。这类创新对日用商品企业有害无益，但特权企业却能靠它大尝甜头。这就是为什么微软要那么小心翼翼地保护视窗操作系统的源代码；这就是为什么通用电气公司要在诸如“我们创造美好生活”这类的广告活动里大把大把地花钱，只强调旗下的各种业务，却并不提及洗衣机或X光设备等具体的产品。

倘若公司为日用商品（如石油）建立起一套优异的生产系统，这套系统节省下来的大部分钱都会流向消费者，而不是公司。与此对照，拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品牌商品的公司，却能收获创新带来的大部分好处，因为它们可以保持高价，甚至继续提价。不管是通用电气、微软还是亚马逊，企业的利润率是上升还是下降，要看它们能实现多大程度的产品差异化，夺取品牌定价和创新能力（或是其他能够负担创新成本的东西）。

这里，有必要对利润率做一点提醒。利润率非常高，看似可取，大多数时候也的确如此，但同时也会招来能够破坏高利润率的激烈竞争。利润率太低又不足以维持企业的生计。最理想的是利润率处在两极之间，又偏向高的那一端。

少花钱多办事

“回报”衡量的是企业花多少钱得回了多少价值。它总是从收益的角度来计算的。常用的基数有三种：股本、投资和资产。

不管是计算哪种回报率，都最好从相对长的时间段来看（比如5～10年），只有这样才能了解企业抗击萧条、从繁荣期获利的能力。观察的时间段太短是不明智的。

股本回报率

股本回报率是企业用股东拥有的资本所赚回的数额。股东资本等于总资产减去总负债。如果企业用1亿美元的股东资本赚回了1 000万美元，那么它的股本回报率就是10%。

20世纪90年代末到21世纪初，股本回报率相对较高。标准普尔500企业的平均股本回报率约为22%；专业零售商低于这个平均水平（一般是15%，亚马逊不在此列，因为它还在亏损，没有盈利，所以股本回报率为负数）；通用电气（约27%）、其他的企业集团（25%）和电脑行业（约25%）比这个平均水平要高；最领先的企业是微软（约34%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资回报率

投资回报指的是在一段较长的时间里，企业用股东持有的资本以及贷款人提供的资本所赚回的数额。如果企业需要资金，并且相信能靠它产生比借贷成本更多的回报，企业可以借入资金，而不是发行股票。

假设一家有着1亿美元股本的企业，向长期贷款人借入了5 000万美元，并从总资本上赚到了1 500万美元的利润。它的投资回报率是10%(15/150)。但这种借贷的做法提高了股本回报率——用1亿美元的股本赚回了1 500万美元利润，股本回报率达到了15%。

利用债务来提高股本回报率的做法很常见，但不一定必要。一些公司靠着经营产生了足够多的现金，较之借贷，它们能够更便宜地获得高股本回报率。如前所述，微软是0负债，它的股本回报率接近34%，投资回报率也差不多（在整个电脑行业，股本回报率和投资回报率都差不多是1∶1）。

标准普尔500指数里的公司，大多是要借贷的，它们的平均股本回报率为22%，而投资回报率则为14%。通用电气公司利用借贷取得了更瞩目的成绩，它的投资回报率略高于9%（集团企业差不多都在这个水平），而股本回报率却翻了三番，达到了27%。

资产回报率

资产回报指的是企业靠所有资源（不仅包括股权和长期借款，还包括靠有效管理营运资本所产生的短期资源）所赚回的数额。企业可以通过短期的低息贷款，或靠赊款买入货物转售后得到现金，从而以较低成本（甚至无成本）来提高可配置的资产。这些资产有助于渐进地增加收益，提高股本回报率和资产回报率。

假设企业在一年的时间里平均维持着2 000万美元的短期资产（旧债到期时借新债来偿还，不断滚动）。这可能会增加200万美元的年收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，一家股权为1亿美元，长期贷款为5 000万美元的公司，用着额外的2 000万美元短期资本，挣回了1 700万美元，产生了10%的资产回报率（17/170）。这一配置把投资回报率提高到11.3%（17/170），股本回报率达到17%（17/100）。

所以，资产回报率是衡量回报最严格的指标，因为它揭示了管理层对所有资产加以配置所得的结果。资产回报率高，相应的投资回报率和股本回报率也应该高（一些分析师会计算“财务杠杆指数”，是用股本回报率除以资产回报率）。

较高的资产回报率，是通过从较少的资产挤压利润所得的。微软的资产回报率达到了25%，表明它的资本密集度较低，没有债务负担，所以它的股本回报率还要高出将近10个百分点。另一个极端是通用电气公司，它的资产回报率只有3%，这意味着它必须巧妙地利用债务管理资产结构，有效地配置资产，才能实现它目前27%的股本回报率。

微软的资产不密集，通用电气的资产却相当密集。对不少公司（亚马逊或许就是其一）来说，它们的利润更多地来自品牌、库存和分销系统，较少地来自列入资产负债表的工厂和其他实物资源。微软对固定和其他资产的依赖性较大，但也能从自己的品牌和市场地位里获取惊人的利润。而对通用电气这种资产密集型企业来说，哪怕它有着庞大的品牌认知度（“我们创造美好生活”），仍需要对工厂和设备进行大量投资。

亚马逊在资产回报率竞赛里会有什么样的表现，现在判断还为时过早。它的商业模式无疑是按最小化资产密集度来设计的。它销售量和利润的关键推动力，来自它的品牌和它的网上经营。它不像巴诺和其他传统零售商那样，把资源投入到实体门店的经营上，从而将所需固定资本控制在最低的限度。

亚马逊的即时库存管理，是为了减少库存持有成本而设计的。靠着卓越的短期营运资本管理，公司与客户及供货商之间的交易也带来了增量利润——客户在它网站上下订单时直接进行付款，而一般公司要在30～60

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天以后才能把货款付给供应商。而且，上网的用户通过网络筛选出来的图片和图像进行购买，意味着亚马逊的图书不会因为客户翻阅而受损，公司自然也无须承受这部分的损耗了。实体书店一般会因为图书破损遭受损失（尽管它们有权把破损图书退还给出版商，换回更低的买入折扣）。这些资本低密集度的特点对亚马逊是极为有利的，但考虑到公司历史相对较短，又是负利润，要评估它还是很困难的。

完整的工具箱

这套概念工具箱将有助于你评估公司的资产流行性、效率和绩效。我们可以对这里概述的基本方法加以调整，把相关的工具用到各种具体情况和更深入的分析中去。

以下列举几种指标，它们能够进一步衡量公司相对成功性和将来成功潜力的不同方面。收入质量（用经营活动带来的现金流除以经营收入）能告诉你收入里有多大部分真正变成了现金，从而判断公司的资产流动状况。年度折旧费用总额，可以用来衡量将来所需的资本投入。人均销售率能用于评估公司的整体生产力。

公司的关键比率会随着时间发生变化，这些变化趋势是管理效率和绩效的重要指示器，因此，你不妨看看几年来利润表里的所有费用。我们没有理由假设具体的某个比率或某种趋势会一直延续下去，但历史情况的确有助于揭示将来的可能性。

比如，假设你看到研发费用大幅下降，这意味着该时期收入会有明显的增加，但减少研发费用带来的收入增长并不意味着企业的管理变得更有效率了。相反，我们有理由因此担心公司的发展前景。

再以应收账款周转率为例。假设在某个时期内，收款的平均时间相较于公司赊欠政策有了大幅增长。说不定，这期间的销售增长有一部分原因在于放宽了赊欠政策，而不是因为业务经营效率提高。倘若赊出去的款项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很有可能收不回来，那么，今天看起来还不错的销售增长，明天就变成坏账了。

我们还可以继续往下举例子，但没这个必要。[3]只要熟悉了上述关键比率，那么，你分辨自身能力范围内企业优劣的水平立刻就比普通人高出了一大截。把重点放在表现好的企业上，继续观察——它们说不定正好有你想要的价值。如果它们能通得过下一章的检验，你就应该更多留心它们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 Chapter9

该你做主

一家企业的价值等于它从现在到关张那一天创造的所有现金流的现值。现值是多还是少，取决于旁观者的认识，因为现值反映的是未来。对不同的人来说，计算现值的每一步都可能不一样——使用的方法不同，得出的答案也不同。

凝视着估价这颗变幻莫测的水晶球，在你做出预测的时候，你永远没法保证它们的准确性。然而，由于事关你未来的财富，哪怕你预测不了未来，你也不想蒙着眼睛飞。你能做的，就是把你失误的危险性降到最低限度。

不过，从这些工具里单独拿一种出来用，一般并不足以判断企业的价值。它们没有哪一种是确定的，就算合在一起也并不完善，因为它们有着估价这种实践改不了的固有毛病：利用当前和过去的信息来预测未来的现金流。为了辅助判断，你需要了解所有这些东西的信息。

不同的估价工具对不同企业的适用度也不一样。比方说，通用电气公司会产生收益，进行现金分红；微软也产生收益，但不进行现金分红；亚马逊两者皆无：既无收益，也不分红。显然，你可以利用资产尺度来给这三家公司估价；可以根据收益对通用电气和微软估价，还可以根据股息分红对通用电气估价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，所有的这些工具，这三家公司都可以用——只是方法略有不同。也就是说，对这三家公司，都可以估计未来收益和股息分红（对通用电气相对容易，对微软较难，对亚马逊非常难）。

如果这些公司在你的能力范围之内，你就能这么做。就算你对漫漫书海（包括本书）里提到的大量估价技术感到紧张，你也可以这么做，因为说到底，没有哪一种技术能让你准确地判断出企业价值。

这些技术充其量是根据你对企业历史的阐释及对未来的预测，得出一个价值的区间。这么做当然会有失误的风险，而失误的风险，恰好说明格雷厄姆为什么坚决主张要在买入价格和预估价值之间保持较大的安全边际，所有的一流投资家都遵循这一原则。

格雷厄姆在《聪明的投资者》中写道："在古老的传说里，智者总是把凡人创下的事迹浓缩成一句话，'一切终将过去'。类似地，倘若要把理性投资人的秘密提炼成四个字，那就用这句座右铭吧：安全边际。"[1]40多年以后，沃伦·巴菲特对这句话做出评论，说他认为这四个字一点儿也没错。[2]

在你支付的价格和你买入的价值之间保留较宽的距离，是明智投资的基石，因为正如巴菲特所说，哪怕"内在价值的定义很简单"，要计算它却"不简单"。[3]格雷厄姆呼吁大家用安全边际的原则来避免计算内在价值时出现失误的风险。巴菲特的商业伙伴查理·芒格曾经打趣说，他从没见过巴菲特计算什么内在价值，而以下讨论的原则，就是帮助巴菲特省去计算之苦的一种思维方式。

资产

企业的账面价值，指的是总资产超过资产负债表上单列的总负债和未偿付的优先股的部分。每一股普通股的账面价值就是上面那个数除以流通的普通股的总份数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里用"价值"这个词，在含义上有点误导。资产负债表列出的是获得资产时所付出的成本，而不是它们的当前价值（有时候，如果当前的市场价值较低，就列当前的市场价值）。资产负债表上报告的资产数目，并未反映这些资产在现行市场条件下的价值。此外，表上列出的长期资产要减去它们的折旧费用，但这仅仅是替换它们所需成本的近似值，并不是一个确切的数目。

企业的类型多种多样，每股的账面价值也相当宽泛，与其说它们反映的是企业的当前价值，不如说反映的是历史收购成本。我们的样本公司每股的账面价值就说明了这一点。通用电气公司约为 12 美元；微软约为 6 美元；亚马逊约为 2.4 美元。[4]

这些数字说明，倘若企业靠着较少的实际资产开展更多的生产活动（比方说，不靠钢铁厂或其他工厂来生产产品，而是靠信息技术和互联网分销系统），账面价值就失效了。通用电气每股的账面价值是亚马逊的 6 倍，或许更多地反映出前者业务资本密集度要比后者大，但并不一定说明前者的价值高于后者。

对各种类型的公司来说，现行以历史成本为基础的会计制度并不能很好地评估企业的当前和未来价值。例如，通用电气的不动产、工厂和设备，如果按当前市价卖掉，能换回相当于每股账面价值好几倍的钱；亚马逊大概就只能换回它的账面价值，主要是因为它的资产都是最近几年收购的。

这种成本原则不光意味着资产负债表上列出的部分资产比它登记的数目要值钱得多，也意味着另一部分资产可能不如登记的数目值钱。就算账面价值声称能反映公司能变卖成多少钱（清算价值），但它无法反映变卖公司时的环境。倘若公司是在不利条件下进行清算的（或是不利条件导致了清算），那么，公司的库存、设备和机器的出售价格可能会低于资产负载表上登记的数目。

一些公司变卖工厂和仓库等重大资产时兴许会遭受巨大的损失。比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方说，假设迪士尼被清算了，我们很有理由怀疑，像主题公园这种固定资产（这是迪士尼账面价值的重要部分）能按账面价值出售。再举个更显而易见的例子，如果可口可乐公司被清算了，毫无疑问，它的糖浆和浓缩原料库存肯定会被出售，甩卖价格比资产负载表上登记的数额要低得多。

这并不是说资产负债表没有用。它是分析的起点。所有的历史数字都可以进行调整，反映当前经济状况。从好的一面看，通货通胀和市场价值的增值，可以按资产财务价值的当前尺度来反映。根据新的经济状况调整原始数字，可以参考同类财产目前的销售价，根据消费者价格指数的变动，增加资产数额。

从坏的一面看，资产负债表上记录下来的资产历史金额，在企业清算时有可能会缩水到大甩卖时能卖出的跳楼价。库存和应收账款这种东西的数目会缩水到多少，取决于它们各自的周转率。比方说，亚马逊的库存周转得相当快（每年 24 次），哪怕是进行大甩卖，公司大概也可以按相当接近成本的价格（也就是资产负债表上列出的数目）把它们卖掉。通用电气的库存，每年只周转 8 次，可能就要亏本卖掉了。

然而，就算是调整之后，这些数据也不大能够充当财务估价的准确依据，原因出在另一条会计准则上：经济原则或货币交换原则。企业可能有着来自无形资产的财务价值，但这些价值无法表现在财务报表里，因为它们无法归入任何切实的经济交换。比方说，哪怕一家企业的知识产权（如专利、商标和版权）拥有价值数十亿美元的品牌认知度或客户忠诚度，但资产负债表里却只会记录知识财产的建立成本。

例如，你无疑承认通用电气的品牌名称和消费者认知度是宝贵的，但通用电气的资产负债表上不会肯定列出品牌名和相关的知识产权项目。公司的专门技术、员工资本和教育也都是一样，对各行各业的企业来说，类似的东西越来越重要，尤其是对诸如微软和亚马逊这样的公司（当然并不仅限于它们）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些价值来源叫做经济商誉，即能让企业产生优异股本回报率、投资回报率和资产回报率的无形资产。如前所述，它们可以创造出一种特许权或品牌力量，使企业能够在提高价格的同时无损总销售量。比方说，迪士尼可以提高乐园的门票，又不损失游客数量。

另一种商誉叫做会计商誉。它记录了企业以超出账面价值的溢价收购业务时所给出的价格。会计商誉的经济价值更加难以估算。如果收购是明智的，那么所得经济商誉的价值通常会大于会计商誉的数额。考虑到另一条会计准则要求，会计商誉是需要摊销的——在未来若干年里，每年递减若干数额。但跟我们刚才说的一样，要是业务收购得足够精明巧妙，商誉价值会逐年递增，而不是像摊销所示的逐年递减。

格雷厄姆支持的一种经验法则回避了这些调整资产负债表的需求，它说，如果能按低于公司净流动资产的价格买进（也就是说这个买入价低于每股的营运资本），普通股是有足够的安全边际的。[5]这意味着对于企业的固定资产，买方一毛钱也不用掏。这样的公司如今极为罕见，因此，这种工具的原始形式没什么用处。

但我们可以对这条古老的规则稍加变化，既保留它传统的严谨性，又能捕到一些鱼。要是能按公司的净流动资产加上固定资产原始成本的一半把股票买下来，仍然是很划算的。因此，投资者照价支付了公司的净营运资金，而其他所有的资产打了个五折。对如今的大多数企业来说，这仍然是一个非常低的数字，但有些公司——尤其是小公司——是会落进你的网里的。[6]

这种方法有个潜在的麻烦，它使你沦为了“抄底者”——用超低价购入企业的人。这也不错，但你务必当心，别把死鱼买进手里。如果你得到的只是短暂的经济回报而不是长期回报，那么，逢低买入会带来灾难。谨慎的投资者寻找的是价格公平、有着强大经济特性的股票，而不是价格便宜、经济特性一般的股票。正如沃伦·巴菲特所说，用公平的价格买下一家出色的企业，好过用划算的价格买下一家平庸的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管怎么说，投资新手常犯的一个错误，就是光根据资产负债表来评估企业价值。哪怕你克服了会计准则施加的种种限制，这么做也不甚妥当。除非你真的是出于清算目的来进行评估，否则，你真正想知道的不是公司的资产能卖多少钱，而是它能带来多少收益和现金。

格雷厄姆意识到了资产负债表的局限性。他注意到，用资产负债表考察营运资金的状况非常有用，但考察固定资产的实际价值，用处就没那么大了。他说，（对它）“一定不能太当真”，至于里面罗列的无形资产的数额，“没有值得一看的任何分量”。[7]他建议道：

> 诚然，在很多个案当中，我们发现许多资产价值低的企业赚到了巨额利润，而资产价值高的公司却赚不了什么钱。然而，对这些个案，我们必须对账面价值给予一定的关注，因为以下情况是有可能实现的：（前一种公司的）高额利润是靠会引来竞争的投入资本赚来的，因此注定维持不了多久；同时，（后一种公司）现在没赚到利润的大型资产，说不定以后会带来更高的生产力。[8]

据此，格雷厄姆得出结论：“账面价值对分析有一定的意义，因为企业投资的数额和它的平均收益之间往往存在着一种非常粗略的关系。”而这种关系里，藏着真金白银。[9]

收益

收益指的是利润表上报告的会计盈余，它分为基本每股收益和稀释每股收益。基本每股收益是用总收益除以该时期在外流通的平均股权数。

稀释每股收益考虑到了这样的可能性：一些可转换证券和股票期权会增加在外流通的普通股数量。倘若它们换成了普通股，每股收益就减少了。请把重点放在稀释每股收益上（而且要记住，就算是这个数字也并未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反映完全稀释或发给管理者股票期权的成本，我们稍后会谈到）。

评估企业未来能为你做什么的时候，你只知道它现在和过去的收益。现在和过去的收益如何指导你评估将来的收益呢？又或者，在前一年的各种收益里，哪一种或者哪一些才是“正常”的收益水平呢？

通用电气公司最近4年的稀释每股收益分别是2.16美元、2.46美元、2.80美元和3.22美元；亚马逊则为 -0.06美元、-0.24美元、-0.84美元和 -2.18美元。

也许你应该只用最近一段时期的数据。但要是公司这一年较之前一年出现重大的变化怎么办？当然，这里有一个问题：变化出现的原因是什么？是某种不太可能再度发生的特殊因素导致的吗？

如果是这样，使用更早前的数据会更合适；倘若有些公司会定期经历此类反常情况，更精确的做法是把时限拉长到7～10年，以便消除大的波动。此外，公司的收益还可能出现稳定的正（或负）发展趋势。此时，合理的做法是计算过去4年收益的平均值。通用电气过去4年的平均年稀释每股收益是2.66美元，亚马逊为 -0.83美元。

显然，所有这些问题都牵涉到判断，你必须首先意识到，你估计的是未来收益。以过去4年的平均收益推算未来的4年，需要你进一步预测将来这4年里收益的增长情况。尽管亏损稳步增加，亚马逊的管理层仍预计若干年内会赚到钱（它的几千个股东显然也这么希望，2000年年初的一段时间，股东们把亚马逊的市值拉高到了相当于Borders和巴诺书店这两家老对手总利润10多倍的水平）。

20世纪90年代末，通用电气公司的收益增长率约为12%～15%。你大概可以谨慎地预测，21世纪初的增长率会跟这相当，或者稍低。若对未来采取保守的看法，增长率在10%上下应该是合理的——也就相当于未来4年分别为3.50美元、3.90美元、4.30美元和4.75美元，平均为4.10美元。

预测盈余同样要注意到会计记录存在的局限性。会计盈余是从总收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入里减去现金支出以及诸如折旧和坏账准备金等非现金支出后得出来的。听起来简单，但真正做的时候，你必须做出大量的决定，考虑各种事件应该以怎样的形式登记入账。很多会计惯例都会影响到会计盈余，如计算售出商品成本的方法、固定资产折旧的方法、坏账准备金的有关政策。

会计准则虽不完美，却仍然有效。只要用得正确，并前后保持一致，会计准则对评价收益（区别于账面价值）是很管用的。举个例子，就算对电脑这类固定资产的折旧费用并不能准确地预测将来换新电脑的成本，也能透露出为维持企业将来的销售水平和竞争地位所需的最低限度的再投资金额。

一旦选定了代表性的收益数字，务必要对收益折现。这需要一个适当的折现率（习惯上叫资本化率）。它是为补偿投资风险所需的回报率，所以，它等于无风险利率（也即美国国债利率）再加上额外一个反映该企业风险的数目。

假设你认为通用电气公司未来4年的收益约为每股4.10美元。为了拥有这将来每股4.10美元的权利，你愿意支付的价格是为补偿这笔钱万一兑现不了的必要回报率的一个函数。它等于无风险利率（比如3%）再加上能诱使你承担拥有通用电气股票风险的溢价。

针对不同的企业和不同类型的投资，什么样的资本化率合适呢？围绕这个问题，人们展开了激烈的争辩。一般来说，某种类型企业相关的风险越低，资本化率也越低。例如，倘若企业业绩跟过去一样的确定性很高，那么资本化率在10%左右就比较恰当。对于存在适度风险的企业，资本化率在15%～25%的区间更好。而对风险特别大的企业，未来成功的不确定性很高，适宜的资本化率可达30%～40%，甚至100%。

倘若有些企业在正常经营过程中收益波动也很大，我们可以把这看成是预计收益变动的风险较大所致。例如，银行和保险公司的主要资产大部分是现金或容易受经济变化周期影响的投资，折现率在8%～12%比较稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

妥。日用消费品公司——比方说销售食品和洗涤剂的企业——往往不管经济繁荣还是萧条都比较稳定，因此，资本化率一般较低，介于6%～8%之间。

除了和无风险利率有关，资本化率也应当考虑整体经济的增长速度。在经济持续增长、产业扩张的时期，风险相对较低。在经济衰退、经济增长可能性小，甚至稳定盈利都不大可能的时期，整体收益缩水的概率较大。碰上这样的情况，风险增加，你应该选择较高的资本化率。

因此，从经验来看，资本化率必须要根据无风险利率、具体公司及所属行业的风险来设定。我们还必须给它预留将来出现变数的空间，这同样重要。例如，要是利率上涨或经济增长放缓，资本化率就必须上浮，反之亦然。

估计收益、选择资本化率的难度，跟你的能力范围有关。你不仅要对经济历史有一定的认识，对经营状况的了解也不可或缺。通用电气、微软和亚马逊都是管理得非常出色的企业，亚马逊在一些关键的比率上得分高得惊人，只不过，通用电气和微软还靠良好的管理赚到了钱。

通用电气是一台赚钱机器，尤其是它的金融财务部门。它在过去将近100年的时间里实现了稳定的盈利增长，过去20年更是年年如此。它业务多元化，而且每一种业务都在市场上占领导地位，因此，预测它未来继续产生稳定的收益是有着合理基础的，当然了，由于经济环境是不断变化的，不确定性仍然存在。然而，靠着通用电气出众的绩效，给它一个适中的资本化率合情合理。

假设通用电气能保证一个略高于无风险利率的风险溢价（比如是5%），我们又预计它未来的平均收益是4.10美元。那么，只要简单地用预计收益除以资本化率，就能估算出通用电气的价值，也就是说，4.10美元除以0.05，等于每股82美元。

如果我们对通用电气的收益前景猜测得更大胆一些，估值就不太一样了。比方说，我们预测它的收益是5美元。资本化率还是5%，通用电气

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股的价值就是100美元了（5.00/0.05）。要是你再进一步，认为凭借通用电气的实力，再加上目前的商业机会和各方面条件，4%的资本化率更恰当，那么它每股的价值就飙升到125美元（5.00/0.04）了。

光是这么简单地做了一下数字游戏，通用电气的估计价值范围就够宽的了：在82~125美元之间。如果我们的看法再悲观些，范围还可以更宽。假设你以过去4年的平均收益2.66美元，并套用5%的折现率，则估计价值约为53美元。如果你认为将来的道路比之前走过的部分更加冒险，用较高的资本化率比较合适，比如6%，估价就变成了每股44美元。这样一来，通用的价值范围就可以拉到44~125美元之间。

估价工作的关键，就在于你选择的预计收益和折现率（比方说，亚马逊的价值范围，可以从0拉到几百美元）。可哪怕你在做出这些选择时铁面无情，所得的结果也不能“解答”公司的股价“值”多少钱这个问题。毕竟，整个过程里需要你做出判断的步骤太多，任何一个地方你都有可能出错。

灵丹妙药和安全边际

大多数人都同意，折现率一般是受没有任何违约风险的美国国债利息所推动的。这一利率在不同时期也有所变化：从现行的3%，到历史水平3.5%，再到通胀保值政府债券的4%。有些人会用短期债券（如为期30天）的利率，但由于股票本质上是长期的（也即企业有着长久的持续期），用长期债券利率作为参照或许更合适。

设定好无风险利率后，为你的股票加上溢价。一般是看所有股票长时期的平均回报率，大体上是7%。这样算下来，股票的平均风险溢价为3%~3.5%，你再根据自己投资的个股做适当调整。前面提到的经验法则给了你一些简便的方法，不过，你要知道，很多人都努力在这些问题上做到尽量精确。例如，本书之前章节提到的现代金融理论的信徒，会把市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险溢价乘以 β 值，算出折现率。

我们这里讨论的所有不同做法和例子是想说明，估算企业价值的花样很多。假设的数据略有变化，所得的结果就会差之千里。比方说，你对市场溢价的猜测变了 1%，标准普尔指数就会出现将近 200 点的波动（如果你调整了未来收益的增长速率，它还会变得更多）。

不管你使用什么样的方法，你的预测都无法达到科学的精确度。它仍然是一门判断的艺术。为此，菲尔·凯睿提出了一条投资戒律：“进行证券估价时，别看重机械的公式。”[10] 如果你以为会得到什么神奇的解决办法，很抱歉让你失望了。尽管从某种意义上来说，这也恰好就是神奇的地方。

格雷厄姆说，投资哲学里最重要的四个字就是“安全边际”，其实，这就是投资的灵丹妙药了。他意识到，要精确地锁定企业的内在价值，从本质上来说是不可能的，你最多只能根据合理的预测算出合理的价值范围，所以，格雷厄姆认为，你应该确保自己付出的价格低于你估价的最低值，留出缓冲的空间。

格雷厄姆把安全边际称为投资的核心概念，因为有了它，就不需要对未来做精确的估计了。只要你有个合理的近似值，就不再需要纠结于如何界定“合适”的风险溢价、收益或折现率。安全边际的第二项功能是消除你假设失误造成的后果，记住，就跟单纯的运气不好一样，任何微小的失误都会造成巨大的后果。

格雷厄姆指出，在经济繁荣时期（类似美国 2000 年年初的情况），大多数的投资失误，不是为高质量股票出了太高的价格，而是为低质量股票出了太高的价格。事实上，格雷厄姆拒绝接受过分看重“成长股”的时髦策略。如果你能靠着谨慎估计成长股的发展潜力获得同等的安全边际，这对你很有利；但危险的地方在于，成长股往往受人青睐，而股票受人青睐，是以其价格高来衡量的，高股价吞噬了你的安全边际。[11]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金

公司未来预期能产生多少现金付给股东，也可以套用同样的判断。约翰·伯尔·威廉姆斯提倡使用以现金股息为基础的估值法，他说：

> 收益只是实现目的的一种手段，不应当把手段误认为最终目的。因此，我们必须要说，股票的价值来自股息，而不是收益。简而言之，你能从股票上获得多少钱，它就值多少钱。
>
> 每个初学者一进市场开始交易，就被灌输了这样的原则：收益决定价格。可我们却说，股息决定价值。两者似乎有些矛盾。但这很容易解释。我们讨论的是长久投资，而不是投机交易；我们看重的是历年的股息，而不是眼下的收入。
>
> 暂时性的低收益高股息相当可疑，这毫无疑问；长期来看，低收益意味着低股息，这也不假。故此，我们的股息估值公式跟常用的收益箴言并不存在根本上的矛盾。[12]

威廉姆斯指出，对一只股票价值多少的问题，股息折现和收益资本化应该会给出相同的答案（或答案的范围相同）。

由于股息是收益的一个子集，企业既可以把收益当成股息分给股东，也可以保留下来对业务进行再投资。如果保留收益所得回报等于资本化率，那么你从资本化收益流中所得到的价值，必然等同于你从股息流折现中所得的价值。

其实，折现股息的估价法，跟收益资本化技术是一样的。假设的股息除以假设的折现率，就跟假设的收益水平除以假设的资本化率没有两样。不管你怎么算，问题都是同样的：①（股息或收益的）预期数额和预期增长率是多少？②（股息或收益的）预期数额和增长率无法实现的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有多大？

两种技术之间的概念差异在于，折现股息的时候，你假设每股股票的价值等于它今后支付股息的现值。由于股票的价值由持有到变卖期间它带来的收入流构成，这种设想是有道理的。

卖出股票能带来利润的唯一原因是，还有其他投资者也想买下这笔收入流。这些投资者做出这种决定时，可能是理性的，也可能是不理性的，但这种交易之所以存在，确实是估价判断上有差异所带来的。因此，一只股票的价值，完全取决于它能带来多少预期现金股息。

贴现股息跟资本化收益一样困难，因为两者都需要选择高度敏感的贴现率。对股息贴现而言，许多人会用股票的加权平均资本成本来把难度控制在最低限度。但这不见得是唯一正确的数字，更何况，计算加权平均资本成本同样要做出大量的判断。

计算一家公司债务的加权平均成本相对简单：根据每一种债务未偿本金的不同数额进行加权，计算出长期债务的平均利息。计算公司股权资本的成本就难多了。

股权的成本通常是按股票的市场预期年回报，再加上价格升值和分红派息来定义的。但我们真正要做的是什么？为确定股票的价格，我们想算出它的回报会是多少。如果你计算的关键变量就是市场期待的东西，你就是在回避问题。你是在假定答案，而非分析问题。

你最好是形成自己的价值判断。所有的这些例子都说明，没有什么公式能把答案告诉你。在这一点上，格雷厄姆和巴菲特的“安全边际”是你唯一能指望的朋友，市场先生靠不住（人是容易犯错的，市场先生也一样）。

市场循环

以市场作为估值指标的最大缺陷在于会产生循环式问题。说埃克森美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎每股的价值等于它最近的交易价，丝毫无助于你了解它在这笔交易里是如何估值的。没错，我们当然知道价格是怎么形成的：靠股市供给和需求的力量决定的。从本书的第一部分，我们还知道这些力量一点也不理性；它们受情绪、心理和噪声的污染；它们甚至可能是混沌的。

但我们也就知道这些而已，它们没有告诉你价格是分析的产物，还是希望或恐惧的产物；是对将来预期收益折现的产物，还是对将来预期现金流折现的产物；是以账面价值的确定倍数为基础，还是以无数的猜测为基础。

要理解市场循环的问题，不妨记住约翰·伯尔·威廉姆斯的观点：任何资产的价值，都是它未来产生现金流的金额，并按这些现金流的实现概率进行折现。你可以争论说，可以用一些同类资产带来的回报率作为折现因子。但这样一来，你不仅要定义什么是同类资产，还要判断同类资产估值的基础（除非你直接使用市场的集体判断，但这就又陷入循环里了）。

无数的书籍和文章都论述过，市场怎样决定了利率和其他回报率，但没人确切地知道这到底是怎么一回事。根据人们是愿意靠借贷进行即时消费，还是愿意靠投资进行未来消费（如退休后的消费）的集体倾向，利率总在变化。塑造集体倾向的，不仅有一些大致可量化的条件（如生产力、收益、货币的供给），还有一些本质上不可能衡量、任何时候都极不稳定的行为和心理条件。

人们无疑对资产回报有着具体的期待，但不同人的期待大相径庭。目前的调查数据显示，曾经在大萧条时代生活过的人，目前对股票投资组合的年均回报期望值跟第二次世界大战股票的年均回报率大致相当，接近10%；而那些只从书本上看到过、没有亲身经历过大萧条时代的年纪较轻的人，对股票投资组合的年均回报期望值跟20世纪90年代末股票的年均回报率大致相当，接近20%（其他时期也出现过类似的期待差距，比如20世纪60年代末）。[13]

这些群体的期待都不够正确，因为，从逻辑上来说，没有谁能对未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做出正确的预测。可这一类建立在无限复杂的人类心理和经验上的期待，构成了市场创造回报的基础。究其本质，美好的期待靠不住，市场指标循环往复不可理解。

一旦你对价值做出了判断，你必须去找市场先生，看看他给出了什么样的价格。最终拿主意之前，把你估算的价值和几种价格比率做一下比较。

价格比率低的股票不一定蕴含着高于价格的价值，但这样的股票值得好好观察。价格比率高的股票也不一定就没吸引力，因为它的价格仍然有可能低于价值。[14]倘若企业的经营气候、资产流动性、绩效和收益记录都很出色，不妨好好看一看；又如果它们的价格比率低、资产回报率高的话，那就更有必要多留心了。

股价/账面价值比

公司股票市场价格和账面价值之间的关系，叫做股价/账面价值比，它等于每股的市场价格除以每股的账面价值。

用一家公司的股价/账面价值比跟同行企业比较，可以衡量出投资者对这家企业的看法相较于其他企业或行业平均水平如何。股价/账面价值比高，意味着投资者较为青睐这只股票。

用一家公司的股价/账面价值比跟同行企业比较，可以衡量出投资者对这家企业的看法相较于其他企业或行业平均水平如何。股价/账面价值比高，意味着投资者较为青睐这只股票。

21 世纪初，上市交易股票的平均股价/账面价值比为 2 ~ 3.5，创办时间较长的工业企业（如钢铁公司）的股价/账面价值比有时接近或低于 1，较新的科技公司（如电脑软件制造商）的股价/账面价值比有时高达 20。

亚马逊的股价/账面价值比最高，在 40 以上；微软大约为 15，通用电气是 10。而如果你发现一只股票股价/账面价值低于 1，你就能以低于公司资产净值的价格买到它（当然，我们上面提到的例子并不属于这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类）。这样的股票相当罕见，有必要深入考察。

股价/营收比

对于大多数企业来说，公司的价值和它的销售水平应该存在强有力的联系。销售推动发展，销售得多，意味着收益更多。公司的发展不可能快过销售的增长，但要是管理不善，公司的发展会比销售增长慢得多，而这一点会通过糟糕的效率比和业绩比反映出来。

销售额受会计惯例的影响也比较小。由于它位于在利润表的最顶上一行，能影响到销售数字的会计准则恐怕只有一条：销售完成的确认时间。尽管在一定程度上也可以操纵它（我们会在第 10 章做进一步讨论），但它比利润表上最底下一行的收益数字要纯粹得多（可以影响后者的会计惯例数不胜数）。

计算股价/营收比，是用每股股价除以每股的销售额（财务报表里一般不列出这一数字，但很容易算出来）。你也可以按传统方法来算，用总市值（股价乘以发行的股票数量）除以总销售额（两种算法是等效的）。不管使用哪种算法，只要你能按等于或低于公司销售额的价格买到一只股票，你应该会得到比较充分的安全边际。

以我们常用的 3 家公司为例：微软的股价/营收比约为 20，亚马逊也很高，约为 15，通用电气是 5。这些公司的这一比率高到了如此程度，显然你捡不了便宜。但要是你能找到一家股价/营收比低，利润率又高的公司，你的钱就花得很值了。

市盈率

投资者通常用每股的交易价格对收益之比，来比较不同企业的市场价格。这就是所谓的市盈率，是用普通股每股的市场价格除以公司每股的收益来算的。用收益倍数来对企业股价有诸多限制，再加上还需要指定资本化率，解释了人们为什么喜欢用市盈率作为选股指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般而言，较之市盈率低的同类公司，投资者对市盈率高的公司前景更为乐观。从历史上看，市盈率高低的分界线是15倍；超过15的，称之为市盈率高，低于15的，称之为市盈率低。市盈率非常高（高于50），意味着有一大群乐观的投资者看好公司的潜力。然而，公司的发展前景、所属行业、企业的相对成熟度（是新秀型、优质型还是经典型）、计算净收入的会计政策，都影响着市盈率的相对水平。各家公司的市盈率是没法互相比较的。

20世纪90年代和21世纪初，伴随着市场整体的动荡，各公司的市盈率出现大幅波动。假设一只股票的市场价格处于25～50美元之间，又假设它每股的平均收益约为1美元，那么它的市盈率也会处在25～50之间。隐含的资本化率徘徊在2%～4%区间。这时候你应该使用这类比率吗？有必要吗？反过来说，假设有一只股票的市盈率是5，这样听起来才像是有个稳妥的安全边际嘛。

经济增值

话说有一家商业咨询事务所意识到市场渴望利用新工具来为各种疯狂的念头寻找站得住脚的借口，便设计了一种各行各业都适用的衡量尺度（还注册了商标），还给这种工具起了个机灵的名字，叫做“经济增值”。“经济增值”工具说，根据资本回报率是否高于资本成本，可以评价公司的绩效。如果资本回报率确实高于资本成本，就出现增加的价值了。

经济增值算法的组成部分倒是很简单——公司的资本回报减去它的资本加权平均回报——可我们已经知道，要想把后者确定下来比光是嘴上说说难得多。

对经济增值而言，资本加权平均成本可以简单地定义成“用适当的折现率折现公司价值”，但这仍然没有跳出“循环”的陷阱。它也可以是公司的债务成本，即在衡量期间，公司为债务支付的平均利息。但倘若真是如此，经济增值就无非是“杠杆率”（负债产权比）的另一种叫法罢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倘若经济增值算法要衡量债务成本和股权的预期收益，那么，它不仅没跳出循环问题，还额外带来了重复啰嗦。它真正能告诉你的，无非是公司是否击败了市场预期。[15]如果去年的股本回报率为10%，市场预期今年仍然是相同的10%，可实际上，公司实现了12%的回报率，那么，经济增值就告诉你，它额外增加了两个百分点的价值——但就算没有经济增值这个花哨的名字，你也能知道这一点。

更糟的是，设计经济增值这类工具的部分动机，是想克服收益管理上的一些不当技巧：操纵确认收入的时机，操纵重组费用，以及下一章将要讨论的许多做法。随着投资者越发看重（或者说迷恋于）企业是否实现了分析师的收益预期，这些技巧也大面积扩散开来。经济增值不光没有解决此类问题，反而造成了局面的恶化，因为它只在管理者的表现超过预期的时候才鼓掌喝彩。

此外，如果经济增值是想要衡量公司用投资资本为股东产生利润的能力，那它必然存在着和传统的财务比率方法同样的缺陷：它们都要依赖于基本会计数据（用于计算利润）的真实完整性。与其说经济增值能减少管理者操纵（捏造）数字的压力，倒不如说它起到了恰好相反的作用。

当然，这并不是要否认经济增值的内在见解：要根据每1美元投资额外赚到了多少回报来评估绩效。其实，在评价管理绩效时，我们应该从报告结果中扣掉一部分数目，因为聘用管理层产生这一绩效也是要用资本的（现实中很少会这么做，尤其是现在很多管理层采用的是股票期权奖励方式，它跟企业回报是挂钩的。我们会在本书第三部分讨论这个话题）。对某些公司来说（比如罗伯托·戈伊苏埃塔领导下的可口可乐公司），这部分资本的回报率高得惊人，哪怕确定资本成本并不容易，但仍可毫无疑问地看出，回报远远超过了成本。[16]

对经济增值的迷恋，意味着人们一味追求精确，却搞错了方向。这和前文讨论的现代金融工具有几分类似。巴菲特虽然相信经济增值的潜在观点值得肯定，但他也常常说，宁可要一个正确的估计值，也不要一个错误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的精确值。2000年伯克希尔·哈撒韦公司召开股东年会时，查理·芒格更是当众表示了自己对经济增值的看法："纯属扯淡。"

格雷厄姆对市场价格和企业价值发表过一番值得我们铭记的论述：

> 人们普遍认为，普通股的卖价应该是当前收益的特定比率。与其说这是逻辑带来的结果，倒不如说它是现实必然性造成的。不同类型的公司，这一比率各有不同，说明市场考虑到了企业的发展趋势或未来潜力。对于那些只有些许可能性提高利润的企业，它们的股票通常会以一个相当低的市盈率（不到当前收益的15倍）被卖掉；对于那些利润增加前景大好的企业，它们的股票一般会以较高的市盈率（高于当前收益的15倍）卖出……
>
> 在市场未受萧条或繁荣影响的时候，公众对个别债券的判断，通常是很不错的，市场价格也说明了这一点。倘若某些股票的价格跟事实数据不相吻合，那么，过一段时间，人们往往发现，这个价格是对当时还未浮出水面的未来发展的贴现。然而，股市也经常存在一种倾向：夸大收益变化的重要性——不管收益是朝好的方向变化，还是朝坏的方向变化，全是这样。市场整体的萧条和繁荣，就是这种倾向的表现；对其他时期的个别企业，这种倾向也频频显现。
>
> 从本质上来说，成功买入股票的能力，就是准确展望将来的能力。光是谨慎地回顾从前还不够，它甚至有可能弊大于利。挑选股票是一门难以掌握的艺术——这很自然，因为成功者能从中得到莫大的奖励。它要求人在过去的事实和未来的可能之间巧妙地保持心理平衡。[17]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章
Chapter10

摆弄数字

打从 1494 年卢卡·帕乔利发明簿式记账以来，它就饱受着会计诡计的折磨。没有什么理由能指望它在接下来的 500 年里摆脱这样的命运。不管在会计、审计或者其他什么地方定下多少规则，也没人能保证财务报告的真实完整性。规则不可能消除管理上蓄意做的手脚，在财务报告里，充满想象力和创造力的做法，歪门邪道的做法甚至欺骗性的做法，是永远断绝不了的。

投资者和管理者应当早就对此有所预料，你不能指望它会消失，但要努力不上它的当，不做它的帮凶。想想近年来的会计丑闻吧——从 20 世纪 60 年代末到 70 年代初的利斯科公司账面舞弊、全国学生营销计划舞弊、宾州中央运输公司（Penn Central）会计数据造假，到 20 世纪 90 年代末 21 世纪初的圣达特公司（Cendant）造假、微策略软件公司（MicroStrategy）造假和光线（Sunbeam）公司造假，同类事件层出不穷。这些欺诈行为刺痛了投资者，当事的管理者理应知道自己会被逮住、遭到处罚、付出代价（只是投资者在这个过程里并不会得到好处）。

非欺骗性造假的报表，处理起来更加棘手。这些报表使用了大量意在消除财务数据（从前文讨论的各种比率到收入本身）波动幅度的“平滑”技术。收益平滑，也叫做盈余管理，是靠着灵活利用普遍接受的会计准则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将交易进行分类，或是按不同的时间段来进行分派，从而做出“好看”的财务报告。

几个长期存在的问题

20世纪90年代末到21世纪初，美国证券交易委员会主席亚瑟·莱维特发表了一系列重要讲话，确认了几种长久存在的会计问题，它们堪称是“盈余管理”手法的代表之作。这些技术和会计本身一样历史悠久，几百年来，管理者把它们用得炉火纯青（有时候使用得合适，有时候不合适）。但按莱维特的说法，当今时代，专业投资分析的影响力越来越大，管理层为了实现分析师做出的收益预测，操纵财务报表的问题也越来越严重。

华盛顿大学会计学教授大卫·伯格斯托勒和密歇根大学的伊利亚·迪切夫证实了这种“摆弄数字”的痴迷做法的存在。[1]他们指出，碰上收益小幅下滑，1/10的管理者会设法让财报上表现出收益增加；碰上负数收益，4/10的管理者会让它在报告里变成正数！对“摆弄数字”的痴迷，驱使管理者们弄虚作假。

莱维特挑出五个值得特别关注的问题，并分别给它们起了朗朗上口的名字，既为了平添趣味性，也为了便于记忆。

- **洗大澡。**“洗大澡”指的是一种特别主动的盈余管理，相当于财务上的“整容手术”。它把影响收入的重大负面事件全部放在当前年度，好让企业在接下来一个年度财务表现焕然一新。这种做法在成本项目上非常普遍，比如因为收购、资产剥离、重组和其他特别的业务变化所带来的成本。这些变动，需要做出无数的会计判断，比如把它们放在什么时候，分到哪一类别。管理者通常会在变动完成时尽可能地多花钱。管理者还可能在业绩非常不好、投资者已经完全不看好的年头给当前收益洗上一轮大澡，好创造出一种前景光明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的样子来（这种事情随处可见，连有些声誉卓著的大公司也不能免俗）。

- **合并魔术**。它指的是收购时的一连串创造性会计实践。如果企业以高于卖家账面价值的价格买下了另一家公司，大多数情况下，买家必须记下一项名为会计商誉（本书将在最后一章讨论）的资产，并在未来数十年摊销这笔费用。这样的话，同期收益就减少了。为了将收益减少降低到最低限度，买方的管理者会把高出账面价值的那一部分收购费用分配到其他东西上，最常见（名气也最臭）的是分配到“内部研发成本”上。会计准则是把这类研发成本列入一次性费用的（也就是说，无须摊销），所以，很多买方公司在合并的时候，就会这么做，哪怕它有违实际情况。
- **饼干罐储备**。这指的是对一些东西的高估或低估，比方说，出版社高估或低估退货率，信贷机构高估或低估可能的贷款损失，制造商高估或低估保修义务。管理人员故意估计得不正确，为的是方便调整或理顺同期实际收益与预期收益的差额。
- **“不重要”**。会计实践中的重要性原则要求，凡是重要的东西都要报告，不重要的东西则可以不报告。重要性并不是一个绝对的概念，它也牵涉到判断。按联邦证券法的规定，上市企业判断一种东西是否重要，依据的法律标准是这样：这种东西是否重要到会影响投资者对债券的投资决定（会计准则里也有类似的规定，它问的是这种东西是否会影响理性人的判断）。对重要性的判断，往往采用的是粗略的经验法则。会计和审计员经常用来判断重要性的一条经验法则是：这种东西是否会对公司收益造成5%上下的影响。但套用这种简单的规则，可能会把一些在性质上有突出意义（但数量上不明显）的事情从财务报表上抹杀掉。
- **“葡萄酒还没养到成熟就提前喝掉”**。它反映的是提前确认收入的做法。比如，玩具制造商可以把仓库里的货物标为“售出”，哪怕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一仓库的玩具没有卖掉甚至永远也卖不掉。又比如，手机分销商可以把已经运货并收到货款的商品标示为“售出”，而不管买家有90天的自由退换期。

为了解决这些蓄意操纵的做法，美国证券交易委员会呼吁立刻采取一致行动，这一呼吁简直是要从根本上改变美国企业文化。莱维特介绍了一套包含了多方面的计划，首先是责成美国证券交易委员会的工作人员审查滥用重组、虚报损失或准备金的财务行为。他要求美国注册会计师协会澄清有关购入研发部门、大规模收购冲销和确认收入的审计规则。他还指示美国证券交易委员会的工作人员不仅要从数量的角度考虑重要性，还要从性质的角度考虑；要抛弃“重要性只会造成一些小问题”的想法；要颁布收入确认的新标准。

莱维特还呼吁制定标准的私营机构参与这项事业，他尤其请求财务会计准则委员会（FASB）重新考虑现行会计准则中债务的定义。他鼓励公众监督委员会（Public Oversight Board）负责检查，加强对下属的审计董事会的关注，招募更多有财务背景（相对于法律、市场营销和公共服务而言）的成员。他提出，审计委员会要经常召开会议，提出更严厉的质询——莱维特把这称为“来自私营部门的回应”。他任命了蓝丝带委员会，要求他们汇报提高审计委员会作用的方式方法，并呼吁管理层本身和华尔街在这些活动上通力合作，还财务报告一个真实而完整的面貌。

在这项计划的鼓动下，美国证券交易委员会对参与了莱维特所提及的盈余管理行为的企业，提起了一连串的法律诉讼。证交会采用了更为严厉的审计管理规则，要求审计员审核季度财务报表，对重要性原则做了定性和定量的阐述。[2]

审计委员会现在必须审查并担保财务报表的准确性，在股东委托代理书中提供报告，说明是否签署了财务报表、书面章程是否阐明了委员会的职责。此外，委员会还需每隔3年将此类章程递交到证交会。证券交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也采纳了一些相关的规定：要求上市公司说明审计委员会的成员是否独立于管理层，审计委员会成员必须有财务背景。[3]

莱维特雄心勃勃的改革正在展开，投资者应当支持不折不扣执行这些改革的企业。然而，不管花多大的努力，也不可能完全消除通用会计准则里不可避免的灵活变通性，更免不了有人会受它们的诱惑。明智的投资者仍需要以适当的怀疑态度监控财务报告，对可能存在的失真保持警惕。过去并不一定代表未来，但过去必然是未来的序幕。1936 年，格雷厄姆就曾对企业美国滥用财务报告的风气大加嘲讽，自那以后，许多人也这么做过，其中最著名的要数纽约市立大学会计学教授亚伯拉罕·布瑞洛夫（Abraham Briloff）。

讽刺作品

格雷厄姆曾讽刺地虚构了一家叫做“美国钢铁公司”的企业，它采用“先进的簿记方法”来报告收益的“惊人提升”，无须任何现金支出，也无须经营或销售状况上出现什么变动。为了与时俱进地说明会计欺诈，我们也来虚构一家公司，看看它会怎样使用莱维特痛斥的那些方法来实现同样的目的。它的新闻稿及随附的财务报告可参照下一节的案例。

虚构案例：电子美国.com 宣布实现正收益

电子美国.com 今天发布消息，说公司已经实现正收益，震惊了华尔街的分析师。此前，分析师普遍认为这家初创企业自去年上市以来将持续负收益，消息发布之后，公司股价暴涨 40%。尽管这种做法常见于报告负收益的公司，但我们相信，报告无盈利的企业，也会出于同样的理由这么做。

电子美国.com 的收益增加，不是因为它采取措施增加了销售量，改进了产品、分销渠道或客户服务，而是因为在账面上对公司经济活动的记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

录做了改进。公司的实际情况是每股亏损25美元，可应用了这些新的记账方法后，变成了每股盈利50美元。会计改进由以下步骤构成：

- 修改收入确认政策；
- 调整坏账准备金和处理方式；
- 将市场份额的价值记录为资产；
- 将我们"烧掉"的现金量记录为资产；
- 以不同的货币报告；
- 对重要性概念加以精心提炼。

电子美国.com的董事和审计员串通一气，在本周召开的董事会上一致通过决议，着手采用本项目：

董事会及独立外部审计师，经过仔细的研究和考察，认为10个月前公司上市时采用的会计政策和实践过时了，不能反映公司管理者对业绩的期望或预期。

在特别审计委员会的帮助和支持下，董事会及审计师认为：其他许多公司都靠着采用创新的前沿技术报告会计结果，在资本市场上获得了竞争优势，而本公司却因为没有遵循这些最佳实践——称之为"新会计"——落到了不利地位。

采用"新会计"将抵消这一劣势，无需支付现金或改变任何经营活动，即可提高公司的市场资本化。在审计员的见证下，董事会做出了如下调整。

修改收入确认政策

我们这个行业的竞争局面，促使我们向客户提供慷慨的信贷条件。这包括客户享有180天的全额退款期：如果他们不能在180天内将商品转售给最终消费者，可以退货给我们并得到全额退款。我们以前是等到180天期满之后才确认收入，以免届时货物并未卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但这种旧经济政策大大减少了我们在利润表里反映的报告销售额。董事会决定，这类交易一旦销售立刻登记，原因是我们的销售团队付出了不懈努力，理论上应该能得回货款（我们可以之后再调整收入，但眼下，我们宁愿报告短期内的好消息，尽量把坏消息往后面推）。

特别是，我们偶尔会把库存“放在”拥有无条件退货权（我们口头做了应允，或签署“单边保证函”，当然，它们是跟销售文件分列的）的客户那里。因为存在这种安排，我们能报告更高的销售收入，收益也将出现大幅增长。如果当真要进行调整，平滑这些收入，我们会在之后的季度报告里重新阐述从前的收益，说明它们是由于我们的应收账款存在“收款”问题所导致。

调整坏账准备金和处理方式

在公司的融资部门，我们打算减少为拖欠款项和坏账准备金，把它们报告为流动资金。为此，我们有时会延长客户债务的到期日。我们还可以不管可行性，假装一定可以收回这些拖欠贷款。这样，我们大幅降低为信贷亏损预留的准备金，提高我们的净收入。

同样，在公司的所有部门，我们都会把客户退回的商品当成已售出商品，不让它们冲减我们的退货准备金。这项新政策的另一个好处是，它能增加我们的应收货款周转率，让我们的运营显得速度快又有效率。

将市场份额的价值记录为资产

市场上目前存在一种热门趋势：交易员和投机者会根据互联网公司的产品在市场上占了多高的份额来衡量公司的价值。这些公司的股票在首次公开发行和上市交易时价格高到了天上，总要有这样的解释才能说得过去。毕竟，大多数此类公司并不产生任何收益，甚至连正的现金流都没有。为了在这种疯狂当中保持领先地位，我们采取了合乎逻辑的应对措施：把市场份额的价值，列成我们资产负债表上的一项资产。

每个季度，我们会根据市场份额测量市场给予我们的价值，并将计入“市场份额”资产项。考虑到我们其他的新会计调整能让我们负数的现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流和收益报告变为正数，这一政策也算恰如其分了。不管怎么说，我们相信这是股东和市场参与者们想要的东西，我们不过是在配合他们而已。

将我们“烧掉”的现金量记录为资产

现金流为负的公司有时会用筹集来的现金量进行贷款，用来研发新产品。生物技术行业尤其如此，我们认为，这种方法的逻辑同样适合我们这一行。投机者和交易者认为“烧钱”大有价值。

从今天开始，我们会把烧掉的现金量记入资产负债表上的资产项，不再记入利润表里的费用项。另一方面，把开销的现金当成费用还是当成资产，会给我们的收益带来突出的影响，所以，根据每个季度报告收益的发展趋势，我们将保留在两种做法中换来换去的权利。

以不同的货币报告

我们在互联网上的一个物物交易网站里销售许多产品，并为其他公司提供票据交换服务。然而，这些商品和服务并不是直接采用物物交换的形式，而是由我们向网站注册会员发放“.com 元”来进行交换。这种“.com 元”的票面价值远比真正的美元要大，我们打算把某些资产和销售交易按“.com 元”来记录，这样能大幅提高我们的报告资产和收入（当然啦，我们又不是傻瓜，开支和债务我们会继续用实际的美元来报告）。

对重要性概念加以精心提炼

就某些经济事件对我们公司是否重要，律师和审计师经常妄下权衡。他们对重要性的定义，是理性的投资者会如何看待这件事对公司业务和财务状况的影响。过去，这样的定义使得我们要在财务报表里报告许多细节情况，这些事情对公司管理者、其他股票期权持有者根本不重要。

为了将管理层的需求和财务报告的规定调和起来，董事会对重要性采纳了一套新定义。根据这一定义，未对公司收益造成5%影响的经济活动，对公司来说都不重要。较之原先的定义，这条规则更为明确和可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

靠，也让我们的会计部门获得了更大的确定性。运用这套重要性定义，我们可以省略大量烦琐的报告问题，从而也就节省了大把的票子（这很重要）。

正如这篇讽刺小品里电子美国.com的报告所说明，会计和盈余管理能把事实歪曲到什么程度（很多例子都是根据现实中发生过的案例改编的）。当然了，现实中不会有哪家企业发表这么坦率的新闻稿。这样老老实实的招供，跟在会计上弄虚作假的目标可不一致。

因此，就算你看到了财务报告，要是不知道读它的窍门在哪里，你是发现不了其中大胆冒进、遮遮掩掩、弄虚作假的地方的。以下列举的近期财务花招会对你有所帮助，坚持阅读报纸、简报和可靠网站上几乎每天都刊载的财务欺诈报道，也能让你得益良多。

思考这类案例的时候，请注意：许多备受批评的技术并不一定都是违法的，也并不见得违反了一般公认的会计准则。然而，它们大多破坏了财务报告的真实完整性。更糟的是，纵容这种冒进做法的企业或财务报告文化氛围，有可能会让财务报告的实用性缩水：一开始只不过是有点冒进，一步步出现了越界的压力，最后变成了欺诈。

总有压力让人想要在会计上动些手脚。很多曝光的丑闻表明，经济特点差劲、面临激烈竞争的企业，会计不规范操作的问题最多。公司的合同约束，也增加了采取冒进和不规范会计操作的压力。比如，很多贷款协议就包含了让借款人承诺维持一定的财务比率的条款，如债务股本比和前面讨论过的其他一些比率。为了满足这些承诺，管理者无奈动起了手脚。

为实现销售或收益目标的激励性薪酬协议，可能会助长弄虚作假的会计游戏。公司要承担的和解协议、法院裁决以及其他法律义务，也都会造成类似压力。额外融资的打算，也会驱使人编出好看的业绩报表，哪怕实际经营萎靡不振。更普遍地，正如莱维特所警告，痴迷于短期结果的投资气候总会产生维持收益稳定增长的压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

 财务谜语

难以判断的冒进会计技术和机会很多，没有哪两起丑闻完全一样。然而，大多数会计丑闻都有一个简单的共同点：虚报收益。夸大收益最常见的一种办法，是把本来该视为费用的东西当成资产或负债。这种欺骗把做业务的成本藏在资产负债表里，这样，利润表里就没有它们的负担了。

剖析大部分的会计欺诈，只要对简单的记账规则及其与财务报表的关系有个入门的理解就行了。复式记账法要求每笔交易的借贷金额相等。它让资产负债表左右相等（资产始终等于负债加净资产），并反映了利润（收入减去支出）和净资产之间的直接关系。

尤其是，资产或支出账目的增加部分要求计入借方，减少部分计入贷方；债务或收益账目的增加部分计入贷方，减少部分计入借方。这些记账规则永恒不变，所以，除了虚报或不记录交易，会计造假还包括一些技巧性处理：是把交易算做资产还是费用，算做是债务还是收益。

培生/企鹅公司的例子

来看看培生集团怎样为下属企鹅出版分公司销售的图书记账。赊欠式销售要求计入借贷两项：资产账目下记为借项，是“应收账款”，收益账目记入贷项，是“销售收入”。之后收到现金付款，借项记为“现金”，贷项记为“应收账款”。

对一部分预付款买家，企鹅公司会给他们按标价打10%的折扣。根据记账规则，收到的预付款要按未打折的标价记入贷项下的“应收账款”。由于买家的实际付款在标价上打了10%的折扣，借项下的现金应当按标价的90%计算，其余10%记入费用项目。如果加上了10%的折扣费用，那么财报上的收益就减少了。

培生集团并未采用这种标准记账规则，而是把预付款按标价的90%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记入借项下的“现金”，并把同一款目记入贷项下的“应收账款”，这样，费用项目下就根本不会出现这10%的折扣。它单纯成了资产账目的一部分——应收账款，从而人为抬高了报告收益。

乍看起来，企鹅给每位客户打10%的折扣，是个很小的变化，但在6年当中，它们积累成了1.63亿美元。培生集团的管理层在把企鹅出版社和新收购的普特南·伯克利出版社进行整合时，最终发现了这笔藏起来的折扣。最终，培生集团对内部相关人员来了场大扫除。

水星财务公司

1997年1月，水星财务公司宣布，1996年的前3个季度和1995年全年，它多报了100%的收益。水星财务的业务，对为信贷评级差的客户提供贷款。公司上下乱成一团，CEO和审计官全下了岗，聘请了新的危机管理专家，跟波士顿银行及所罗门兄弟公司的交易全部取消了。它没有现金偿还到期的商业票据债务，在破产的边缘摇摇欲坠。

这家公司和消费者财务行业几乎隔几天就会登上报纸头条。一些评论家指出，很多跟水星财务一样从事高风险业务的公司多会使用“冒进的会计技术”——完全正确；另一些所谓的专家则评论说，财务公司的会计“异常复杂”——这就不对了，其实没什么复杂的。

对贷款方而言，贷款是资产，哪怕有些贷款不大可能偿还。不良贷款属于费用——也就是做生意的成本。费用减少了净收入。估算不良贷款总额可能会涉及复杂的判断，但会计很简单。注定收不回来的贷款记入费用（借项）。贷项下则是一个名为“坏账准备金”的账目。

水星财务公司并未把所有不良贷款都视为费用，而是这样决定的：哪怕借款人并不还钱，公司还是要收回这笔钱（比方说把借款人的车给没收了）。在账本上，他们在借项下造了一个名为“其他资产”的资产账目来反映收回贷款的权利，而不是把它记入费用账目，表明这笔贷款可能永远收不来了。靠着少报费用，水星财务的报告收益总是很高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水星财务公司的财务报告把凯歌唱得声音太高，不小心泄露了天机。在它的资产负债表上，其他资产账目从1994年底的2.46亿美元飙升到了一年后的12.1亿美元。就算此账目之下除了收回权利还有其他资产，这么惊人的增幅对稍微有点会计知识（或是有点常识）的人都该显得很奇怪。

美国在线

美国在线的资产－费用是笔糊涂账，源自它不把开发用户群的支出款项当成做生意的成本（费用），而是当成了业务投资（资产）。20世纪60年代末70年代初，全国学生营销计划舞弊丑闻就是这么做的，不过这也的确属于一种判断。

对这类开支的处理方法，可以分为两种。你可以认为在线服务类似报纸，并按照报纸行业的惯例办——把这类开支视为成本（费用）；你也可以把在线服务比做直邮公司，采用后者的处理惯例——将这笔开支视为资产，把所发生的成本计入未来的会计期内。

如何选择这两种做法呢？会计上要考虑的问题是：这些支出能不能在未来期间带来可靠的收入。事实证明，美国在线无法预计新用户会使用自己的服务多长时间，所以，说这些支出能增加未来收入并无根据。

美国在线的管理者和审计人员做出目前的判断，也许自有他们的道理。但经历了可怕的媒体报道和股东提起的集体诉讼官司之后，有一点可以保证——他们后悔了。

和水星财务公司一样，美国在线的凯歌唱得太高，以至于泄露了天机：资产负债表上显示了一项奇怪的资产，叫做“用户获得递延成本”。1995年8月到1996年10月，它猛增到了3.85亿美元，成了美国在线资产负债表上最大笔的资产。股东们愤怒地抗议，迫使美国在线于1996年秋放弃了这种做法，并重申了收益，勾销了80%的所有者权益。

交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7

纺织品中心

判断在企业会计决策中扮演着关键的角色，因此，在选择把一笔交易视为费用还是资本，或做其他会计决定的时候，管理者常常说服审计人员和董事接受自己的立场。但就算真的采纳了管理方的意见，企业的财务报表中也应该对这一判断加以详尽说明。但实践上并不总是这样。

为什么有必要揭露这些困难的判断呢？如果你对此感到有些困惑，那就来看看美国证交会起诉纺织品中心公司（下辖乔安纺织品连锁店），最后达成和解背后的故事。纺织品中心知道自己门店的每日销售数据，但除非到了每年盘点库存的时候，否则它无法判断售出商品的成本，也不知道利润率是多少。所以，它就采用了所谓的毛利法（用前一年的实际利润率推算下一年每季度的利润）来进行估计。

然而，有好几个季度，激烈的价格竞争大大吞噬了利润。趁着利润下降的情况尚未登入财务报告，还没公之于众，公司对外发行了债券。于是，美国证交会起诉纺织品中心对价格竞争的情况、对利润进行估算的做法披露不充分。

使用纺织品中心的库存系统（这件事发生之后，它已经更新换代了），判断每季度的利润率是必要的。但那些参与发行债券的人，明明知道每季度的财务报表未经审计，就把它用了起来。对会计估算所发挥的作用，这些人应该提高重视。

光线公司

光线公司的会计欺诈手法有所不同，但也相当常见。它那些经媒体大肆报道的会计阴谋，归结起来就是一系列所谓的“接单不出货”式交易。冬天的几个月，它记录卖出了木炭烧烤架，哪怕烧烤架要到来年春天才送货。靠着这样的蓄意操纵，它就能在冬天报告更高的销售额。

这起会计诡计，发生在自封的“危机处理之王”艾尔·邓拉普任期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快结束的时候。自从他执掌业务大幅滑坡的光线公司之后，炒掉了一半的工人，关停（或合并）了一大半的设施。邓拉普吹嘘自己的目标是要“振奋”公司，说他的计划像诺曼底登陆一样精心安排（可惜，邓拉普不是丘吉尔，他在光线公司搞的所有计划最终都惨淡收场）。显然，有了这种突破困局的心态，发生会计违规行为的可能性激增——虽说也并不是完全不能避免。

微策略软件公司

光线公司在收入确认上要的把戏，已经蔓延到了其他行业，尤其是计算机软件行业。莱维特把这个行业给单独挑出来，专门做了解释。这一行里最戏剧化的案例发生在微策略软件公司。

微策略公司签订了几份不同寻常的合同，从另一家企业买入并卖出某种东西。有了这种双重交易，公司得以提前记录收入（远远早于会计准则规定的期限），并将这部分的账目掩盖起来，好让审计人员查账的时候看不出来。

来自媒体记者的压力迫使公司及其审计师稽查这部分合同，并最终判断早前的会计做法有误。这下可好，等公司洗干净了手脚，股价已经从每股 245 美元跌到了 87 美元（缩水 60%）。谁的损失？挨了骗的股东们。

圣达特公司

公司披露信息时使用模糊的语言，意味着它碰到麻烦了。20 世纪 90 年代末圣达特公司发生的会计大丑闻留给人们一连串的教训，以上只是其中之一。圣达特公司是 1997 年年底 CUC 国际公司和 HFS 有限公司合并后成立的。

CUC 公司提供会员制折扣购物服务，通过会员缴纳的会费获得收入。平均而言，这种会员制企业从长期会员身上赚的钱比短期会员更多。确切地说，要是会员入会不满一年，公司所得的利润就是零，因为这部分会员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有权要求退还会费。

CUC的一贯做法是，一收到每名会员的会费，就即刻将它确认为收入，至于费用，则分摊到3年的会员期上。早在1989年，这种会计实践就让CUC碰到了一些尴尬局面。从记账的角度看，它在借项下记入收入，在贷项下记入费用账目和若干负债账目，靠着借贷两项的不匹配，公司得以提高报告收益。

遭到财务分析师和其他人的严厉批评之后，CUC在这一点上有所收敛，但在其他方面继续采取冒进的会计实践。其中最主要的，是它在会员流和年度续约率上耍弄的报告手腕。考虑到新会员对公司的利润没有太多贡献，只有长期会员才具有真正的价值，上述信息对于评估公司的未来前景非常重要。

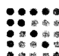
这种误导性的说法只是公司无数违规行为中一个突出的例子。后来，投资者对CUC提起了诉讼，公司用28亿美元才达成和解。法庭上采用的司法会计报告把真相公之于世。司法报告指出，公司这些做法，淋漓尽致地体现了它恶性的会计实践文化。CUC还对退还会费的比例做手脚，调动现金，甚至在CUC和HFS合并形成圣达特的相关账目上造假。

小结

并非所有的企业都存在冒进或不规范的会计行为。麻烦的是，要察觉很难。巴菲特打趣说："用一支笔能偷一大笔钱，用一杆枪却只能抢一小笔钱，而且，前者容易太多了。"[6]要避免被人用笔杆子抢钱，必须关注塑造企业文化的管理者。有些企业的文化鼓励高尚的会计实践，也有些企业（比如前面列举的那些）却鼓励格雷厄姆所说的"数字戏法"。[7]不管是全国学生营销计划舞弊案，还是圣达特公司的丑闻，问题的关键都在于：企业的高层管理者是不是一些足以信赖的人，这就带出了本书下一部分的主题。

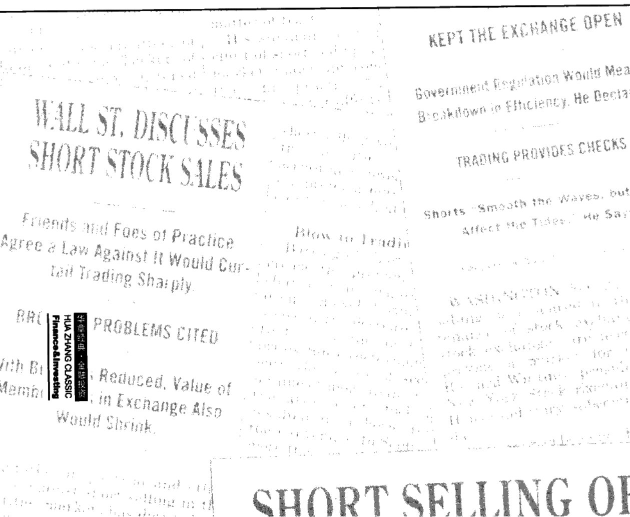
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三部分
Part 3

信任经理人



KEPT THE EXCHANGE OPEN

Government Regulation Would Mea
Breakdown in Efficiency, He Decla

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts "Smooth the Waves, but
Affect the Tides," He Sa

WALL ST. DISCUSSES
SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice
Agree a Law Against It Would Cur-
tail Trading Sharply.

PROBLEMS CITED

Reduced, Value of
in Exchange Also
Would Shrink.

SHORT SELLING OF

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章
Chapter11

放眼世界

沃伦·巴菲特一再强调只与你“喜爱、信赖、尊崇”的人做投资（这样的表达多次出现在《巴菲特致股东的信：股份公司教程》一书中）。格雷厄姆淡化了投资选择中的管理方因素，而其这样做的原因并非是认为管理方因素不重要。

格雷厄姆的问题在于对管理因素评价上。他认为“除非设计应用一套客观可靠、信度较高的定量测试方法来测量管理能力，否则对管理因素的评价将始终如雾里看花般不真切。”[1]格雷厄姆认为对于投资人来说，评价管理因素的上上之策就是参考过去的经营业绩、财务报表。

同时，在格雷厄姆看来，投资的主要原则之一是高度重视诚信度。他恳请投资人不要把钱财交给他人，除非投资人可以监督此人，或者投资人“有极其充分的理由完全相信此人的诚信和能力。”[2]虽然格雷厄姆指的是投资顾问，但是这一点同样适用于经理人。毕竟，无论投资人使用中介人与否，其钱财都把握在企业经理人的手中。

虽然对管理方能力及可信赖程度的评价仍然模糊不一，但有两点是必须考虑到的。首先，在格雷厄姆提出上述论断之后，企业治理方面已有了蓬勃的发展，许多人认为当前的局势有助于人们更清醒地评价管理方的诚信及工作的效率。其次，在格雷厄姆把财务记录作为衡量管理方能力的评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价标准时，曾含蓄地指出管理方诚信的重要性。正如我们所见，既往财务报表的可靠性取决于管理方的可信赖程度。

尽管管理方能力及可信度并不一定与公司的价值成正比，然而这两项缺失的公司则注定没有投资价值。正如巴菲特所说："投资人应该更多地把钱投入到由与股东关系良好的管理方拥有的企业，而非投入到由形形色色自私自利的经理人持有的企业。"[3]

要评价经理人的诚信及能力，首先需考虑经理人在美国及其他发达国家所恪守的行为准则。尽管许多言论表明了上述惯例的重要性，然而事实却常与之背道而驰。现在让我们简单地看一下各国的公司治理情况。

两个世界的故事

人们习惯上认为美国和英国的公司的经营主要是以股东的利益为目的的；而在日本、德国及其他欧洲大陆各国，情况则截然不同，管理方经营公司是为了股东、员工、债权人乃至全社会的共同利益。从理论角度看，上述概括不无道理；而细究起来，情况却并非如此。

以上对比描述了美国/英国股东市场的经营方式。在该模式中，经理人和股东协作，组建、管理公司。股东持有公司的股票，股票的价值根据公司的发展变化涨落。经理人由公司的日常运营者（行政人员）和负责监督指导公司运营者（董事）共同担任。

英美公司治理的主要问题在于股东与经理人二权分立造成的所有权与经营权的分离。两套机制可用以解决上述问题。一是监督机制，通过给予经理人更多职责或者授权给股东的方式，采取措施解决问题。二是退出机制，该机制又称华尔街法则，特别包括自由转让所有权，股东可以自由出脱手中持股退出公司经营。

监督机制和退出机制巩固了金融和劳动力市场，反之亦然。因为管理、控制公司运营的市场的存在，股东可以淘汰掉劣质的管理。作为退出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机制的自由转让所有权有助于发展完全活跃的高流动性资本市场。美国的公开法案促进了公司经营的透明度，大大增加了市场推动力。

公司的透明度以及英美的自由就业政策有助于高效劳动力市场的建立。例如，在透明度的作用之下，如果经理人经营不善，股东很可能会投票革除其职务，其他的公司也不大可能再雇用他们。

同时，经理人可以借助同员工签订协议、扩大员工数量的方式来提高效益。当然，工会常可通过协议及联邦劳动法保护的团体协约获得重大的权利。该权利并非源自外部强加的调控，而是个人自愿安排的产物。

消费产品市场也推动了企业管理绩效准则的建立，它记录下消费者的消费习惯，并最终产生良好的公司利润。不过，劳动力市场距离完美尚遥远。时有所见，尽管表现得差强人意甚至是远不尽如人意，但一些高级管理人员仍拿着高得令人咋舌的薪水。

美国的大量诉讼案使监督机制进一步得以加强。股东能够通过合法诉求、诉讼及程序法律与衡平法补救来保护自身的利益。专业的律师团队不仅可以帮助他们提起直接诉讼、衍生诉讼和集体诉讼，还可以探讨确定此类诉讼的依据，甚至为之提供资金。

美国公司其他相关人的权利与股东的权利大不相同。员工、供应商、债权人及顾客的权利由合约设定。这样做的主要理由是一旦公司破产，股东将是最后获取赔偿的一方。这意味着当经理人代表股东时，会间接保护所有索赔人的利益。

此类市场的主要财务特征是所有权分散的公司股本证券。所有权分散下的文化因素激发了创业精神，鼓励需要投资人（新创公司和迅速发展的企业）和提供投资人（风险资本家和投资人）广泛参与到权益投资中去。

这种所有权结构依赖于对集权文化的排斥。最好的例子是《谢尔曼和克莱顿反垄断法》，在西奥多·罗斯福的反垄断民粹主义环境下，在这个法案的作用之下，美孚石油等公司结束了其垄断地位。另外一个例子是《格拉斯—斯蒂格尔法案》，该法案诞生于经济大萧条时期，将投资银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从商业银行中分离。该法案于1999年废止，这一方面反映了世界经济全球化，权力被分散，另一方面也反映了美国态度上的些许转变。美国政府与微软在反垄断法下的战争表明，美国对垄断的顾虑仍然存在。

英美公司的经营模式与日本、德国和欧洲大陆其他企业所谓的银行/劳工模式形成了对比。上述国家的银行/劳工模式的主要财务特征并不是股东市场模式下的所有权分散，而是所有权集中化以及存在着大量的投资中介。银行作为金融中介接受个人存款并将存款投资于公司企业，只有少部分的投资主体存在。集中所有权和持有债务为发展运作积极的高流动性资本市场减轻了压力。此外，没有什么能像《格拉斯—斯蒂格尔法案》一样缓和了投资所有权集中的形势，令金融业形成了银行、证券分业经营的模式。

所有权集中产生了少量强有力的股东和债权持有人，与英美公司需要用不同方法来确定各种权利相比，同时具有股东和债权持有人双重身份，几乎不需任何监管治理机制。因为银行既可作为主要的股东又可充当债权持有人，所以在惠及股东还是公司其他利益相关者方面做出选择时，压力并不大。

因为传统上劳方不再是通过合约确定其利益的公司管理活动的参与者，而成为了公司治理结构的中心，所以监管治理机制就变得不再需要。工资制定政策和解雇劳工保护法（与美国/英国的自由雇用形成对比）表明欧洲国家坚定地致力于劳工保护问题。以上因素也解释了为何公司高管与普通员工收入上的差距在银行/劳工模式下没有在市场模式下大。

在公司的正式管理上，德国和荷兰把劳工正式提升到公司第三重要领导者的位置。公司在工人委员会的指导下运营，经理人需就有关公司政策方面的各种问题征询工人委员会的意见。德国公司普遍采用包含管理董事会和监督董事会的两级制董事会制度。

管理董事会（Vorstand）负责公司管理，代表公司进行第三方交易，定期向监督董事会提交报告。监督董事会（Aufsichtsrat）负责调动、任免

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理董事会成员，监督公司的管理工作。根据德国法律，监督董事会的成员由员工和股东选出，持有等额股份。虽然监督董事会并不能做出管理上的决定，但管理董事会酝酿的动作和业务措施需获得监督董事会的许可。

德国公司的双董事会结构基于劳资协同经营制度（mitbestimmung）的基础之上。因为劳动力和资本共同决定了公司的未来，因此劳工应该作为监督董事会的成员从公司的治理体系上保护自己的利益，而不是通过合约或政府的规章制度。占据了独特的地位、同时扮演着股东和债权持有人角色的银行是构成监督董事会的又一股力量。因此，所有权同控制权的分离——作为股东市场模式的定义性特征——在银行/劳工模式下显然不存在。

在银行/劳工模式中，即使是仅有的股东也无权取代经理人。在德国和荷兰盛行的两级制董事会制度下，权力缺失的主要原因是欧洲普遍采用企业委员会制度。欧盟要求除英国以外的所有成员国在大部分公司确立员工协商程序、建立工人委员会。

许多欧洲大陆国家将欧盟的要求贯彻得更为彻底，要求所有公司建立工人委员会。在确定或实施影响员工利益的主要政策（包括关于提议裁员及可能改变管理权）时，管理方必须与委员会协商。为了在公司治理方面激发员工的积极性，欧盟还要求在出售企业时，聘用合同作为企业资产一并出售，因此根据法律，企业接管者仍需对合同负责。

同欧洲的模式相比较，日本加强了劳工和商业信贷银行在公司管理结构中的作用。同欧洲相似，日本银行往往拥有大量的债务和实业公司的股票。横向协作是日本生产模式的鲜明特征。员工是生产过程中的多面手，他们不仅要与人分享大量的信息，还要经常参加培训。然而，受专业化所限，公司需在劳动力市场加大投资力度，发展必需的专业化人力资本。

日本公司因此会因为员工的跳槽而面临比欧洲及美国公司更大的投资损失，而员工也需面对所掌握的技术为公司特有、只能在本公司使用的风险。为解决这一问题，公司和员工发展了终身雇用制度。该制度给予员工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

永久的工作保障，因而也为公司赢得了有所约束的劳动力市场。

因为这一保障了双方利益的制度并没有任何法律保证，因而日本转向了交叉所有权制度。日本的实业公司拥有大量其他公司的证券。结果，日本公司的所有权比欧洲更集中，相应削弱了资本市场的约束力。

义务的误读

不同模式的对比就到这里。现实表明，在各发达的经济体中，管理职责的真正受益者时有相同，更存在着普遍差异——这一点对投资人来说很重要。公司的社会责任是美国公司管理的一个重要方面。直接努力改善所有非股东成员的状况从侧面说明了股东利益最大化有利于公司的其他相关人。

在满足公司成员的诸如反优先雇用、雇用童工、裁员、环境、合理工资、隐私、性骚扰及工作和家庭的平衡问题等各方面的要求上，大部分公司都采用了直接的方式。这些公司的经营离不开员工培训、协助方案、工作宣言和社会责任审计。

社会责任已延伸到大型公司的层面。比如，商业社会责任组织成立于1992 年，目前拥有 1 400 多个公司成员，这些公司年营收超过 1 万亿美元，员工总数近 500 万。许多家喻户晓的公司都很好地履行了社会责任，如美国电话电报公司、可口可乐公司、杜邦公司、联邦快递、家得宝公司、摩托罗拉和宝丽来公司。很多共同基金和其他机构投资人承诺只投资有社会责任感的公司。一些投资人称这种投资方式能够使股东财富最大化。

许多公司纷纷效仿，强调承担社会责任。一些传统的公司成为承担社会责任的典范，如美体小铺及 Ben&Jerry's（联合利华公司在 2000 年年初接手，允诺扩大这一全球消费产品巨头的社会责任）。还有一些令人惊讶的追随者，如飞利浦 - 范霍伊森公司——其 CEO 为里根政府时美国贸易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策顾问布鲁斯·克拉斯基。孩之宝、锐步和沃尔玛也紧跟趋势。州法律要求董事必须尽力为股东和公司整体利益服务。

德国法律充分考虑到董事责任的受益人除了股东以外，还包含其他相关人。而德国也要求董事顾及股东的整体利益，禁止他们做出有悖于股东利益的行为。因此，代表了欧洲国家的德国公司法和美国的法律均意在保护所有相关人。为此，这两项法案规定了管理方的受信义务和忠诚度。

注意义务需要明智的商业判断，这意味着董事必须搜集所有可以合理使用的重要资料，之后再谨慎地履行其职责。在大多数情况下，董事违背注意义务需承担的法律责任需要法院做出审查，看董事是否存在重大疏忽——这是一个很高的标准，类似于酒后驾车。忠实义务要求董事在个人利益与公司利益产生冲突时，以公司利益作为自己行为和行动的最高准则。在经济发达国家，董事义务的具体实施各有不同，但是差异并不明显。

英美和欧洲大陆董事义务间的差别比想象的要细微得多。不同的法规规定了这些义务的内容而不是各方受益者。这些法规目的在于保护并扩大“企业馅饼”的规模，而如何切分这块馅饼则鲜少涉及。

公司最大的问题是经理人与公司其他利益相关者的对立。经济发达国家的公司，其垂直体系大都大同小异。当公司控股遭遇威胁时，这一问题则变得尤为突出。

大多数美国法律要求董事在面对恶意收购时需强化董事义务，或者加强对董事行为的司法审查。在上述两种情况下，主要关注的问题是董事行为是否充分考虑了股东的利益。德国法律并未强化董事义务、加强司法审查，只是要求董事不要违背股东的利益，要充分尊重共同利益。然而美国标准的提高并没有使美国模式与欧洲大陆模式相分离。

许多国家要求董事考虑各种情况下非股东公司成员的利益。例如，在美国，尽管法官常说“股东至上”，但他们同时会要求董事考虑公司决定对股东以外其他相关人包括债权人、顾客、员工，有时甚至是整个社会的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响。

法官有时在自由量裁时会采用强制性语言，即使是在经理人对抗恶意收购时——格雷厄姆认为这种20世纪60年代末常用的方法可以约束表现不佳的经理人。[5]例如，在20世纪90年代中期，特拉华州最高法院受理了时代公司董事反对派拉蒙公司的恶意收购案，时代公司提出其部分原因是有必要保护该公司新闻诚信的文化。因此，在收购的情况下，即使是对董事会行动最严格的司法审查，董事也会拥有很大的自主权。

收购法不要求任何特别行动，也不会强迫董事确保股东获得最高价格。事实上，此类案例一致调查的是是否有威胁公司的因素存在，而不是仅仅或一定调查股东的利益是否受到了威胁。

下面是一个超越了股东利益的法律下的生动案例，让我们看看联信公司与美国金属产品公司对公司的控制权之争。[6]美国金属产品公司经济效益急剧下降，联信公司以超出市场55%的价格收购美国金属产品公司。美国金属产品公司的股东大力支持联信公司。在一个月内，联信公司获得了美国金属产品公司72%的流通股。支持联信公司的股东有美国金属产品公司的创始人罗伯特·希克森和拥有近80%股份的许多机构股东——包括教师退休基金会（TIAA-CREF）。

教师退休基金会加入了一个起诉美国金属产品公司董事会的股东集团。该股东集团在联信公司和美国金属产品公司的股东直接诉讼中采取了非常措施，其成员分别填写了“法庭之友”案情摘要支持联信公司。教师退休基金会辩称，美国金属产品公司践踏了基本的“股东民主原则”。

尽管联信公司有着压倒性的股东支持率，但美国金属产品公司的管理方成功地为收购设置了一系列障碍。管理方引用宾夕法尼亚的法律——要求董事不应为股东而应为公司的最佳利益服务，允许董事会尽心尽力地为其理解的员工、贷款人、不同的群体等相关利益相关者的最佳利益服务。美国金属产品公司管理方提出的一个障碍就是出色地改变了“毒丸”的条款，以便不会被在联信公司董事加入之前管理公司的董事吃掉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国金属产品公司寻求一纸强制令，禁止联信公司的同意征求，除非提名的董事候选人申明如果当选，他将按照宾夕法尼亚法律义不容辞地为公司整体，而不仅仅是股东的利益服务。

联信公司称美国金属产品公司在联信公司的收购过程中违背了董事的受信义务。美国金属产品公司采取非常行动抵制联信公司，并获得了法院的支持。在联信公司看来，法庭一再强调宾夕法尼亚法律的核心——“利益相关者”标准，明确表示“董事可以权衡股东和其他相关人的利益”。他们“可以考虑对各方的影响，包括股东、员工、供应商、顾客和债权人”。他们“不需将公司利益和某集团看做是首要因素”。

这些表述并没有表明股东优先原则。一个隐藏的事实是：从实施的角度上看，宾夕法尼亚标准并没有与美国其他州的标准有什么不同。该标准与德国法律相似，表达了德国法律所强调的共同利益。

想想德国曼内斯曼公司与英国沃达丰公司之战及德国戴姆勒奔驰和美国克莱斯勒的合并。尽管德国法律允许董事对员工、贷款人利益和所谓的共同利益进行评估，法律也要求董事会不要违反股东的最佳利益，双方董事会都做到了，但德国曼内斯曼公司仍让人出乎意料。

上述做法或许并不能说明股东至上，也有别于银行/劳工模式。两者的经理人都没有承担起坚持股东至上的责任。

世界大同

公司业务全球化趋势表明了经济社会的进一步和谐，投资人不应该忽视这一点。这种趋势使差异变得越来越小，也越来越淡化了以公司所有者为中心的观念。在这样的情况下，本为数不多的坚持股东至上的美国公司经理人将会进一步减少。

产品市场国际竞争的硝烟蔓延数十年，而今金融市场的国际竞争也日渐激烈。在公司和其他机构在市场上寻求最低成本的资金的同时，投资人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（资本的供应者）现在开始获取更多在境外的投资机会。孤立的资本市场不复存在，金融市场针锋相对的竞争接踵而至。

欧盟在许多方面将公司金融和管理融合在一起。最重要的是，单一货币的采纳通过平衡生产率差异这一技术进步和高投资的结果而缓和了竞争的局面。商业支出差距，特别是工资差距将逐渐缩小。随着各国采用欧元，最终放弃使用地方货币，这一进程将逐渐展开。

同样具有深远意义的是欧盟的创新大大减少了资本跨国流动的障碍。欧盟制定了一系列规章强制取消对外国投资的控制。只限制一些涉及国家安全、公众健康和社会福利的特定部门。许多欧洲国家保留权力，只在必要的时候进行控制。

会计准则

一系列基本原则的修订调整了欧洲的会计准则。这些准则包括：①财务报告需有统一的格式；②包括原始成本、权责发生制的普遍评价原则及审慎的保守主义原则；③授权检查财务报告是否真实、公正；④年度审计；⑤公开文件存档；⑥合并原则。统一会计制度的趋势促进了公司财务和管理的和谐。

日本也采取了类似的措施。现在，日本的会计准则要求整合公司下属子公司的所有账目。由于过去缺乏这样的法律，一些公司为了保护母公司而将坏账转移给子公司。日本的新规要求如不动产的价值跌到原始价格的一半以下时，公司需列出所有待售不动产的市值。在此项规则制定之前，日本存在大量的投机性泡沫，从 20 世纪 80 年代一直持续到 90 年代（见第 5 章）。

世界上越来越多的美国以外的及非英语语言公司提前采用国际会计准则并用英文汇报其结果。例如，日产公司在 1999 年末提前 6 个月采用合并会计准则，用英语发出有关新闻稿汇报阶段结果，这对于 10 年前的日本公司来说简直是难以想象的（即使日产是一家有着法国背景的日企）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2000年中，当日产用国际会计准则汇报年度财务成果时，显示了63亿美元的惊人损失。如此大的数字是因为考虑了养老金负债、关闭工厂的费用以及不动产和所持证券的更实际的价值。尽管造成这一结果的还有很多其他重要因素，但是考虑在非美国公司投资的投资人必须明白其他地方的会计准则并不像看起来的那样。

美国正在向世界上盛行的会计准则看齐。1996年10月，美国国会通过了1996年《全国证券市场改进法》，要求美国证券交易委员会就发展国际会计准则的进度做出汇报。近10年来，美国证券交易委员会与国际会计准则委员会（IASC）合作，颁布了一套核心的会计声明。1997年10月，美国证券交易委员会向国会递交了汇报国际会计准则委员会进展情况的报告，并加入和响应国际会计准则委员会倡议的世界组织。

七国集团的财政部长和央行行长宣布支持国际会计准则委员会的行动，鼓励其尽快提出一套完整的核心原则。此外，世界银行希望“五大”国际会计师事务所坚决要求各公司按照国际会计准则准备其财务报告。英国前首相托尼·布莱尔、美国前财政部长罗伯特·鲁宾等人均郑重表示，发展实施国际会计准则是新兴的全球金融体系的一个关键部分。

美国证券交易委员会称国际会计准则务必要全面、保证可比性和透明度、全面公开、能提供严格的解释并对其实施负责。事实上，许多人认为美国证券交易委员会主席莱维特的广泛倡议响应了日益统一的国际会计准则，是对美国公司盈余管理的严格遏制。

未来的会计制度对投资人来说至关重要，如美国会计准则一样，保留着衡量商业现实的作用。这一体系与坚持财务报告诚实性的审计文化一起，为投资企业增加了无与伦比的价值。将眼光投向海外的投资人应该充分意识到差异，密切关注提供了机遇和挑战的国际新变化。

公司治理

在欧洲，时有抵制制度统一的事件发生。例如，为了促进区域和谐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（也可能是世界和谐），13 则有关欧洲公司法的规章以及关于在个别国家建立欧洲公司（Societas Europaea）作为本国公司的补充的建议相继出台。然而，上述措施目前都不是欧盟的最主要目标。

有时，特别是在早期欧盟展开全面努力时，提议建立员工董事会代表和采纳一些统筹治理方案相脱节。反对的声音主要来自数十年来一直在选择英美同盟还是欧洲大陆的欧洲联盟之间摇摆不定的英国。虽然这种不确定为欧盟的和谐统一设置了障碍，但英国却在国内实现了这两种模式的融合。

美国的公司治理最初借鉴并改进了英国的传统。现在英国也开始引进改良的公司治理原则。英国 1992 年关于公司治理的《卡德伯里报告》（在 1998 年的最终版本中被重命名为《汉普尔报告》）旨在确定国际公司的“最佳范例”。他们打算借鉴美国在公司治理方面的技术革新，具体要点将在下一章中讨论。

英国在欧洲的重要作用以及英美公司治理间的联系使得欧洲大陆模式向市场模式靠近。法国的经历成为一个引起争议的实例。在历史上利益相关者模式和金融中介构成法国公司治理的特征。同时，法国采用的是国家主导型的产业政策，法国公司的规模普遍小于其他资本主义国家公司的规模，法国的产业精英并非来自于产业内部。这种环境限制了资本市场的深度和监督能力。

现在法国正追随着全球化和自由化的趋势。政府通过私有化放松了国家对各产业的控制，修订版规则使法国模式更近似于市场模式。此外，小股东的数量迅速增加，紧跟英国之后，法国仿照美国模式进行了广泛的技术管理改革。而且，法国公司董事会开始建立审计赔偿委员会，小股东承担起越来越重要的任务，大量高质量的优势信息增加了经济的透明度。

与法国相似，日本也远离了终身雇用制和横向协作，逐步向股东市场模式迈进。日本越来越意识到利益最大化策略实际上与公司传统上提供的保护相一致。越来越多的日本工人——尤其是年轻的工人——表示他们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想连续数年为同一个老板工作，更别说和一家公司签订终身协议了。

美国公司治理仍不够完善，我们可以在接下来的几章看到这一点。美国公司治理的基础很健全，但是在研究其他国家公司治理的相关情况——特别当投资人进行海外投资并展开全球竞争后，我们就可以了解到美国公司治理不完善的原因。

兼并与收购

沃达丰与曼内斯曼之战借助了始于 1999 年初期严重恶意收购的美国式欧洲并购活动之势。在法国，巴黎国民银行发动了 380 亿美元的恶意收购，在其两个主要的银行业竞争对手——兴业银行和巴黎银行宣布兼并后，意图接手二者。在意大利，Olivetti 公司用 600 亿美元恶意收购其主要竞争对手——意大利电信集团。后者设计了一系列包括与德国电信建立白骑士联盟等重大防御战术来抵制收购。

在另一场跨国战中，法国的奢侈品巨头路易威登发动了一场激烈的持久战，旨在收购古奇——一家奋力抵制收购的在荷兰注册成立的意大利公司。1999 年中期，道达尔菲纳恶意收购埃尔夫阿奎坦公司，这一行动撼动了法国工业和政府机构。以上交易——无论是其进攻模式还是其防御模式——都让人联想起规模在欧洲前所未有的美国式的并购活动。

在欧洲和日本，许多友好的全球联盟都参与推动市场模式的蔓延。在戴姆勒和克莱斯勒合并的引领之下，汽车产业通过曾被认为难以实现的跨国交易，在世界范围内实现了合并。汽车产业生产能力上升到年 7 000 万辆，然而汽车的年平均需求量最高仅为 500 万辆，这样，世界 40 家汽车制造商中只有约 10 家盈利。以下为部分汽车公司的结局：福特并购了马自达，大众并购了英国的劳斯莱斯，雷诺收购了三星（韩国）和日产三分之一的股份，戴姆勒 - 克莱斯勒收购了三菱三分之一的股份。

许多其他的产业也面临相似的全球并购。在出版业，德国的贝塔斯曼公司和其他一些欧洲和美国公司一样，追求着收购和联合风险投资热潮；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在服装业，在成功地抵制了路易威登的收购之后，古奇接管了法国的圣罗兰；在金融业，德意志银行收购了知名投资银行银行家信托公司；英国石油公司并购了阿莫科（石油）公司；纳贝斯克和一家美国收购公司试图购买英国联合饼干公司，结果在由法、德、英构成的财团的包抄下，铩羽而归。上述这些及其他众多欧盟并购案在公司范畴内实现了行动和预期的高度统一。

兼并和收购是可以给股东价值带来巨大打击的少数方式之一。随着全球化的日益深入，交易的机会也越来越多。并非所有的交易都是我们需要的。密切关注这一领域的经济活动对于投资人来说极其重要，这一点在本章的后半部分还会重申。

资本市场

欧洲股票市场总市值超出纳斯达克、超过纽约证券交易所 1/2 的股票市值（考虑到市场因素，股票总市值可在短期内剧烈变动，而自 2000 年年初起，三个市场总市值分别为 7 万亿美元、4 万亿美元和 11 万亿美元）。1998 年 7 月，法兰克福和伦敦证券交易所宣布了整合设施计划，允许在交易所交易彼此的上市证券。法国不满自己被排斥在外，很快加入了法兰克福－伦敦联盟（尽管较法兰克福和伦敦各 40% 的份额，法国只占 20%）。在法国宣布并入泛欧证券交易所后不久，米兰、马德里、阿姆斯特丹和布鲁塞尔的证券交易所官员不约而同地表达了加入这项事业的渴望。

尽管欧洲联盟不会答应建立一个共享的交易系统，但它迅速同意了在不同交易所之间进行股票交易。当协商者还在努力争取时，一度受到冷落的法国交易所抓住时机与来自阿姆斯特丹和布鲁塞尔的交易伙伴签订协议建立了欧洲证券交易所。这个三方联合的交易所夸口说，拥有的股票总市值等于全欧洲总市值的 1/4 还要多。

由于欧洲证券交易所的建立，法兰克福和伦敦证券交易所同意进行并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购。两者合并形成了 iX，意为国际交易所（International Exchanges），有望整合这两个欧洲国家重要的城市的蓝筹股和科技股。iX 自夸说拥有相当于全欧洲总市值 1/2 的股票。这一交易因为斯德哥尔摩（瑞典）证券交易所的高管 OM Gruppen 意图恶意收购伦敦证券交易所而中断。尽管暂时尘埃落定，然而欧洲资本市场一体化的进程却从未停止。

美国全国证券商协会（NASD）建立了自己的纳斯达克欧洲证券市场，这是一个与欧洲各兼并的交易所有着千丝万缕的联系的市场。为了建立一个 24 小时营业的全球股票交易市场，美国全国证券商协会曾和日本软银集团合力创建了与大阪证券交易所相联系的日本纳斯达克证券市场。纳斯达克欧洲证券市场的建立标志着朝这一目标迈进了一大步。这样的结果会进一步促成证券市场的兼并，并因此而影响着金融、会计准则、信息披露、收购、公司治理直至投资人的期待和经理人相应的措施。

在证券上市和交易中，随处可嗅到兼并的气息。多年来，国外公司一直在推动着全球股票上市，其中最著名的成功案例是 1993 年戴姆勒－奔驰在纽约证券交易所上市。人们不断地努力，成功的案例也越来越多。在废除《格拉斯－斯蒂格尔法案》之后，瑞士联合银行向证券交易委员会提出上市要求，主要目的是用美国上市的股票支付美国金融服务公司的收购。数月后，瑞士联合银行收购佩因·韦伯证券和基金管理公司。

在法兰克福证交所上市 10 年之后，25 岁的德国思爱普软件公司于 1998 年 8 月初在纽约证券交易所上市。思爱普因制造“美式增长”和“美式回报”而闻名。思爱普公司管理人员认为思爱普在纽约交易所的上市表明思爱普已经逾越了法兰克福证交所并发展成一个包含多种管理模式的跨国公司。

国际证券交易集团化的迹象还包括建立可以进行期权交易的国际证券交易所（ISE）。在线经纪人公司 E * Trade 和一组经纪自营商在 Adirondack Trading Partners 的带领下，投资近 8 000 万美元建立了这个全电子化交易的期权交易所。创始人极力吹嘘自己能够在削减交易成本的同时进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数额惊人的超越地域界限的电子化交易的能力。

投资人不应该忽视资本市场的特点。他们需关注交易如何进行、由谁来进行、交易成本多少、何时会影响价格波动和市场效率。同样重要的是，交易规则决定了会计处理，放宽对上市公司的限制能够削减财务报告的真实性。

最后的前沿：信息

跨国交易有着实际的障碍，如获取对方信息的类型和数量。在诸如美国和英国这样的坚持市场体制的国家，可获得大量的当地的目标信息。这些国家往往会运行不动产和知识产权体系。发展良好的证券及兼并收购业强化了信息文化。兼并收购中的买卖双方都清楚需要依靠信息进行正确的评估以及凭借合同来保密的必要性。通常在探索论证的初期，卖方就会执行保密协议并在关于兼并的讨论开展之前提供给买方大量的专有数据。

欧洲和亚洲国家的文化与美国/英国市场模式的文化截然不同。可得到的资产记录很有限，相关信息也被小心地保护起来。卖方不愿意与可能因为个人喜好拒绝交易的潜在买方分享信息。在美国和英国保护买方的保密协议在这里并不起作用。这样做不无道理，因为执行保密协议的法律体系并不发达，卖方会对买方是否能严格地保密产生怀疑。

在沃达丰—曼内斯曼之战中，文化差异变得异常明显。曼内斯曼公司在英国法院起诉沃达丰公司的顾问戈德曼·萨克斯，试图阻止戈德曼继续做沃达丰公司的顾问，其理由是戈德曼之前曾在曼内斯曼公司工作，知晓曼内斯曼公司的保密信息。英国法院在短暂的听审之后，认为曼内斯曼公司的要求很可笑，并因此驳回了诉讼。

实质上，不同的模式对相关信息的理解也不尽相同。在市场模式中，特别是在美国，披露潜在的环境债务和退休人员债务的行为由来已久。其他国家最近刚刚开始环境监管，它们在传统上更多依赖于公共社会保障制度，有关个人的计划并不在重要的位置（即使在此类负债很多的德国）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于投资人来说，美国公司比欧洲和日本的公司会披露更多的信息。美国联邦和州法律同股票交易规则、市场压力一起导致了美国公司会大量提供各种信息。相较美国，其他国家提供的信息就少得多，有效性也差得多。

随着越来越多的如戴姆勒克莱斯勒和思爱普等形形色色的公司在美国和世界证交所上市，它们会发现在提供信息方面须符合美式要求。在完善跨国交易的过程中，信息的提供及评价变得不可避免，由此建立统一信息披露标准的需要变得愈发迫切。事实上，人们发现美国/英国式的信息披露与大多数国家特别是德国的传统一致。因此，很有必要将信息披露包含在国际公司法中。

公共监管机构为此做出努力。美国证券交易委员会与国际证券事务监察委员会组织（IOSCO）合作开发非财务信息披露的国际标准。该标准的目的是使跨国公司在统一的信息披露标准下融资和上市。国际证券事务监察委员会组织发布了关于特定的现金交易、普通股股票上市的新规则，使其适用于要约收购、股权交换、公司合并、私有化和其他的相关交易。

在现代全球市场，高质量的信息对于智慧型的投资是很必要的。由于更多的国家发展了信息化企业和投资文化，更多的人了解了其规则，人们越来越难以忽视网络上的垃圾谣言。

互谅互让

改革的浪潮引起了员工的积极响应。在 20 世纪后半叶，公司价值在股东和员工间的重新分配缓慢却大大改变了美国社会股东至上的思想。在过去，员工仅仅会对收入和辞职感兴趣。今天，没有人只关心收入，员工越来越关注企业的方方面面。

员工向雇主提出索偿，包括假期和病假工资、陪产假或产假、安全和反歧视权、保健计划、遣散索赔、退休福利和退休金。所有这些索款要求股东从昔日的所有中划拨出大量的资金。最重要而且有些违背常理的是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与日本相反，这些公司的员工成为了股东，同时将更忠诚地为同一位雇主工作更长的时间。

美国的监管机构更大胆地吸取了国外的经验。例如，它消除了投资银行和商业银行的界限。1996 年 12 月，美国联邦储备委员会增加了投资银行业务收入，商业银行可从投资银行的子公司赚取 10% ~25% 的收益。管理上的变革带来了所谓的《20 条款》（Section 20 subs），掀起了商业银行和投资银行合并的浪潮，结束了金融分业经营的历史。1999 年 11 月《格拉斯—斯蒂格尔法案》的废止加强了金融业的融合。所谓的《20 条款》带来了监管的变革，引发并推动了商业银行和投资银行的合并，改变了所有权分离的历史进程。美国的诉讼制度并不令人艳羡，其支持大量的股东集体诉讼和衍生诉讼。相比之下，许多法律体系严格限制此类诉讼。尽管美国可能不会大量减少此类诉讼，而可以确定的是立法者希望遏制滥用诉讼的决心。例如，1995 年的《私人证券诉讼改革法案》大幅修订了证券法，区分了滋扰被告诉讼和立功索赔。

这一分析从利益相关者和财务特征角度预报了公司管理模式的融合。这些管理模式不主张股东利益导向，新型的模式也不需要股东利益导向，各方力量全力推进公司的融合。事实上，美国公司的合并并没有为了股东的利益而增加经理人的权利，更确切地说，经理人的权利反而被削弱了。

巴菲特告诉我们，他在投资中得到的最有价值的教训就是意识到业主经理人的重要性。这个永恒的经验的价值在全球化的世界里越来越重要。当然，巴菲特强调，尽管管理质量可以极大地影响权益回报率，但是却永远无法取代有竞争优势的良好企业。他说：“优异的管理记录（从投资报酬率的角度来衡量）取决于你划的是一条怎样的船，这更胜于你怎样去划（虽然不管一家公司好或坏，努力和才能也很重要）。”后面几章将会关注成功的经理人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章
Chapter12

规则和信任

投资人会将财产委托给他人。在这种情况下，投资人是否高度信任受托人的能力和诚信度？当然，这是一个简单的常识，但是如何评估受托人的能力和诚信度则有些棘手。

格雷厄姆使用的是我们在第2章谈到的定量分析的方法。年复一年，如果数据看上去不错，并且有持续下去的趋势的话，就可以表明管理层是有能力的。

包括早期的沃伦·巴菲特在内的许多其他投资人都因为对管理层诚信度的关注不够而接受了沉痛的教训。诚然，如果一个公司的统计数据看上去又好又准确，那么，该公司的经理人可能极富才能，值得信赖。如果数据看似不错，其实不然，则无法信任该经理人。正如巴菲特曾提醒我们"就长期而言，若管理层过度注重会计数字而忽略经济实质的话，通常两者都顾不好"。[1]

因此，在投资选择中，诚信是另一个独立因素。是否存在能够衡量管理层诚信度的合理方法？巴菲特认为关键是同你"喜爱、信赖、尊崇"的人做生意。巴菲特测试投资是否达到标准的办法是看受托人是否是"你放心把女儿嫁给他的人"。[2]

"女婿"标准是否真的适用于选择受托人呢？虽然这个标准似乎教导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不要选择一个与我们志趣不相投，甚至不愿与之共赴超级杯盛宴的经理人，但是其实这一标准的意义远比听起来的要深远得多。

家族企业管理

一切商业交易都依赖于信任。签订合约有助于规定和保护权利，但是在实施阶段人们就会期待对方能够恪守诺言。人们还可以通过合约权衡未来风险，以此减少经营和投资费用，但这也仅限于对方能够履行承诺的情况下。

生意上的信赖深深根植于同源关系，所以上文提到的“女婿标准”测试并不奇怪。“女婿标准”的经理人测试与企业的渊源在商业发展史上由来已久。大多数企业都是以家族企业开始，然后把亲属加入管理层中去（常包括女婿，例如百威公司、华盛顿邮报公司、米德公司），历经数十年或数代，才发展得颇具规模。在很多情况下，家庭成员会在企业的发展壮大中放弃管理权，而企业最终会发展成为一个大规模的现代公司，正如布朗福曼集团、杜邦公司、礼来公司、麦格劳希尔、诺顿百货以及无数其他公司经历的那样。

过去的家族企业发展到现代，父亲、祖父抑或是女儿已不再是公司的管理人了，取而代之的是一群专业的经理人、权力的分散、制度化的组织结构以及无数的权威报告。结果就是公司的所有权和控制权分离开来——股东监督经理人经营公司。在现代公司中的信托应与和家族企业相关的规范和价值观相一致。

投资人不可能坐下来结识大多数大公司的高级主管，但这些高级主管每年都会写给股东一封公开信，也会定期发表一些演说，从中我们可以找到大量的线索，以确定该公司的诚信度。经理人的言谈通常显示出他的性格（详见第 14 章）。

我们究竟可以委托经理人做什么事情呢？让我们来找找答案。人们常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常会谈到其经纪人、会计师或律师，但他们很少提及经理人。然而，公司的经理人为你的资产做的和这些助手一样多，甚至要多得多。

你的经理人应该做点什么呢？他会像股东一样，为了你的利益经营公司，保证你的利益不受公司其他相关人的利益——常常是与你有冲突的利益的影响。人们常会忽视重要的一点：投资人和经理人的看法往往存在分歧。当有分歧的时候，投资人的利益可能受到危害。

经理人会以权益资本或股票的形式进行投资，为公司筹集资金。经理人将投资人看做是公司中的合作伙伴或者只是公司的顾客。

人们认为作为公司顾客的投资人的品味和喜好会在经理人卖给他们的股票和证券的价格中体现出来。大多数投资人在公司如何经营或谁来做经理人方面很少或没有发言权（除了每年选举董事外）。

经理人的利益从属于公司整体利益。举个例子，在这类公司中，经理人常会考虑宣布红利或组织收购交易给整个公司而并非股东个人带来的税收影响。

相比之下，投资人的意见对于业主经理人来说很重要。经理人将投资人视为生意上的伙伴、公司的一员，而不是陌生人。选举董事是一种正式的表达投资人意见的方式，而经理人也会在其他方面充分考虑到投资人的利益。比如，经理人会考虑有关红利和交易等公司决定给投资人，而不是或至少不完全是给公司的税收影响。家族企业或其他小型私有企业的经理人很容易采纳这种所有人利益导向的思想。大型公众公司的经理人则不然。聪明的投资人会将资产委托给那些不论公司有多大、股东有多少都能采纳投资人意见的经理人。

局部治理

全球公司治理的现实表明，董事和经理人经营公司是为了公司的众多利益相关者的利益，而不仅仅是为了股东的利益。法律允许经理人秉承股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东至上或公司利益相关者利益至上的理念经营公司。企业分析的一部分就是评价公司治理股东利益导向的程度。

许多信息可以帮助我们鉴别公司的方向，也许在美国我们可以获得更丰富的信息，但是我们可以看到信息共享的趋势正在世界范围内蔓延。在美国，公司会将大量的信息公开给股东和其他利益相关者看。许多公司则更周到地在其网站上公布大量的信息。此外，你还可以从由著名的行业分析师，如标准普尔、邓白氏、罗伯特·莫里斯协会，还有诸如美国联邦贸易委员会等政府机构编撰的出版物中获取丰富的、高质量的信息。

我们可以从这些资料中筛选，看看哪位经理人可以更好地胜任股东资金管理者的角色。然后确定最佳的经理人——那些能够以高度的责任感和主人翁意识为公司做决定的人，能够将股东当成战略伙伴而非陌生人的人，你愿意与之共赴超级杯盛宴的人。

然而，有时即使是业主经理人都会与股东有着利益冲突。你要想办法找到那些惯于化解利益冲突、能够妥善管理股东资金并充分展示亚里士多德的伦理美德的人，与之投资。从公司的管理中找出股东利益导向的踪迹，不比从公司的财务报表中推断其财务或管理绩效甚至是一个公司的价值观容易。不过，却完全值得努力一试。

困难与可能性共存的原因是法律对公司治理的规定甚少。联邦证券法规定了广泛的信息披露义务，但优秀的公司大多无须法律规定就会自觉地参与到生机勃勃的市场经济中去。州法律规定了董事和经理人的责任，但是这些责任多泛泛而言。法律规定了一些规则和限制，不过这些规则和限制或者太正式因而衍生出不同的解读，或者空洞而无意义需要公司的制度章程重新规定。

我们不需要这样的公司治理。许多支持者坚持改革，坚持股东利益导向，即统一管理层和股东的利益或加强董事会对经营者业绩的监督。然而，如果公司需要靠这些机制来创造出股东利益导向的局面，那么相关的评价也会大打折扣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数的公司治理改革不能够解决管理上的问题，有些还会让问题更加恶化。不过，机构投资者还有其他的股东支持者制定了各种公司治理政策，其中大部分是用来加强所有人地位的。潮流可以影响金融，也可以搅乱公司治理。

在过去的几十年里，最流行的管理理念也许就是独立的董事会。美国全国董事协会（NACD）和许多机构投资者，包括加州公务员退休基金以及美国教师退休基金会，竭力建议大部分的董事会成员由独立董事——那些不在公司内部任职，并与公司或公司管理者没有重要的业务联系的董事——组成。他们认为这样做有助于对管理层的监督。几乎所有的大公司都采取了这样的方法，在《财富》1 000 强的公司中，90% 的公司都有大部分的独立董事席位。

不过，选择这样做的根源是直觉，而不是分析。经理人需要约束、董事监督会起到积极作用——人们似乎从未对此怀疑过。就此命题做出的相关研究表明，独立董事非但不会增加经济绩效，相反，在两者间还存在着负相关。[3]

这并不是说不需要设置独立董事（例如，巴菲特认为大多数的董事应该是独立董事）。[4]需解决的常识性问题有：这些独立董事是什么人？他们给董事会增添了什么价值？熟谙外交策略和徇私舞弊的独立董事远比不上积累了丰富的行业和管理经验的财务总监。

选择董事的关键是其商业头脑、对于工作的兴趣以及股东利益导向的理念。要避免选择名人董事，也不要把让董事会变得多样化等一些不重要的事情作为选择董事的依据。另一个流行的做法就是将公司 CEO 与董事长的职权分开。这与独立董事的原理相同，用以抑制监督 CEO 的权力。在《财富》1 000 强公司中，仅有 5% 的公司采用了这种方法。

从经验上看，大量的证据表明，职权分散的公司的运营并不比其他公司好。[5]另外，很难说职权分离真正可以给公司治理带来积极的影响，因为对 CEO 进行监督是出于对其不信任。一个 CEO 不被信任的公司——也许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这只是一个管理上的策略——会给人缺少诚信、不成熟的印象，警示投资人远离这样的公司。毕竟只有傻瓜才会认为信任是可以收买、构建的。

不过，此次改革的一个方面是有意义的，许多公司为像 CEO、股东这样起到关键作用的人提供了非执行董事会主席的席位，并做股东评价。毕竟，让 CEO 评价自己或评价董事会会有自欺的危险。独立的评分人会更客观地评价其表现，合理解释公司的管理信用。

一些委员会，特别是审计委员会常会要求董事的独立性。审计委员会独立性与美国审计实务的结构相一致，要求审计公司独立于公司和管理层。薪酬委员会的独立性反映了对公司主要职能，如对 CEO 及对董事会表现评价的行政监督。

然而，在其他一些委员会，如提名委员会、风纪委员会和管理委员会中，对独立性的争论也正进行得如火如荼。如果一个公司实现了各委员会的独立性，那么问题也会应运而生。公司设有各种独立董事委员会的事实并不会保证没有合谋和欺骗产生。

通常建议对 CEO 和其他董事采取阶段性审查及正式审查。这样做看起来确实很合理，值得表扬。不过在审查时，应避免 CEO 在场——人们很难，也很少这样做。人们常会在对 CEO 的审查中定期增加董事的阶段性评价（当然是在 CEO 回避的情况下），这也是巴菲特极力支持的一个举措。这样做难免有不信任 CEO 之嫌，但在公正地审查 CEO 的判断力上又不失为一条良策。

关于完善董事会程序的官样文章层出不穷，许多都是无稽之谈或只是流于形式。董事对于关于快速、高质量的信息传递，公司的治理原则以及充分有效地参与程序的要求晦涩不清。上述内容应该包括在管理得当的公司的正常运营过程中。而即使已经包括在内，也无须赞扬，因为裁判员本应该熟知棒球规则。

其他一些常见的奇怪的建议源自于同样愚蠢的美国政治。董事有任期限制？为什么一个好的董事仅仅因为已达到一定的工作年限，就不能再继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续其工作？还有年龄限制？近40%的《财富》1 000强公司采用年龄限制以响应如加州公务员退休基金等管理机构的号召。

但是拒绝65岁或70岁以上的人留任的公司也将一些人才排斥在外。你可能赞同先锋公司董事长杰克·伯格在70岁的法定退休年龄卸任，但是没有了杰克和其他一些正直精明的长者，先锋公司的境况真的更好了吗？迪士尼的18个董事中有5人超过了70岁，可这又怎么样呢？因为这些眼光犀利的商界领袖一直孜孜以求地推进迪士尼股东的利益。

为董事会增加性别和种族的多样性是另一个错误的源自美国政治的公司治理方法。多样性本身并不是一个值得赞扬的商业目标，企业的领导人也不应因此受到表扬。这与故意创建和保持多元化的组合投资一样不恰当、不明智、不靠谱。也许这样做的效果很好，但是即使这样，也仅是重实质轻形式的谨慎安排的结果，而非原因。不管怎样，通用电气公司的董事包含两位女士和一位黑人这个事实并不重要；重要的是，这几个人还有通用电气其他的董事均是杰出的、有着很强的股东利益导向的商界思想家。

所有这些建议普遍存在着问题。对于通用汽车有益的对通用电气未必有用，对两者都有益的未必对宝洁公司、eBay、箭牌或好时公司有帮助。每一家公司的情况要求有自己的治理结构。只有当管理措施具有可辩驳的论证对话逻辑时，才真正值得称赞，比如，在CEO回避的情况下，董事对CEO的表现做出评价及保证审查委员会的独立性。除此之外，这些一般原则毫无用处。过分强调它们必然会有误导性。你可以将你需要的关于管理的花招用于董事会中，但是如果公司的CEO或其他高层缺乏诚信的话，这些花招肯定不会起任何作用。

综合治理

尽管公司治理不存在万全之策，但是在个别之处存在着一些普遍规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则。要点是充满活力的董事能提升公司的绩效。这是一个实证研究已证实了的简单的常识。[6]

所有的治理结构中的关键问题是董事会的规模。你自然需要最少的董事做出能够反映任何有影响力群体特点的最深思熟虑的决定。董事人数最好在 6 人以下，超出这个数字的话，则人数越多，公司越不易管理。毫无疑问，精简的治理结构可以让想法和活力发展得更快，就像我们从沃尔玛与西尔斯、通用电气与西屋电气的角逐中所看到的一样。人数不多的董事会带来了更精简的管理团队。

另一个类似的问题是个别董事所能供职的董事会数量。某特定董事任职的公司越多，他在各公司可能尽到的义务就越少。董事在两家董事会供职的经历会给这两家公司都带来价值。例如，美国前参议员山姆·纳恩供职于 6 家上市公司（包括通用电气、可口可乐和德士古），他从中积累的经验有助于实现所供职公司的利益需要。如果一位董事同时服务于 12 家公司的话，他又能给公司带来多大的利益呢？弗农·乔丹就是这样的一个例子并饱受公众批评。很少有人可以在供职这么多公司的情况下，仍然值得公司信赖，并能为之做出突出的贡献。

所有公司需担心的最后一个问题是接下来由谁来坐头把交椅。公司不需做出正式的 CEO 候补人员计划，但是董事会有必要好好考虑一下这个问题。问题是即使是最周到的计划也可能出差错，有时最意外惊人的接任可能会带来不可思议的成效。董事会就职位的交替进行过仔细的思考，选择继任者需要判断力（具体内容见下一章）。

公司治理的细节为人们辨识公司管理上的可靠性提供了线索。我们要小心董事会成员多为 CEO 的私人朋友并缺乏坚实的业务背景的公司。如果一家公司不能够经常审查高层管理者的业绩，那么这样的公司也不值得信赖。以公司的慈善捐赠为例。如果公司大部分的慈善捐款都用于 CEO 的个人喜好，也许你就会怀疑是否他把公司当成私有品，而不是属于大家的公司。在美国的大公司中，与众不同的是伯克希尔·哈撒韦公司，它拒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝管理慈善捐赠，而是把管理权直接交到股东的手中。[7]

如果这些要素指向较高诚信度的话，你可以降低折现率；如果中等的话，提高折现率（如显示出与股东利益导向相反的话，离这家公司越远越好）。

在对公司治理的关注中，网络公司的管理问题也浮现出来。有人认为传统的公司治理模式不适合新经济状况下的公司。很难理解究竟为什么不适合，也许是产业变革的速度、竞争强度、技术娴熟经理人的缺乏以及股票自由买卖的特权意味着新的经济体制无法忍受旧的规则和方法。[8]

这样的理由是愚蠢的。表面上，它们并未涉及在管理新旧经济形式的公司问题上的差异。变革、竞争、精明的管理以及激励性薪酬在所有的企业中都很重要。将不同类型的公司与其各自的规模相联系更能说明问题。比起更大的公司，小公司不是很需要也很难保证正规管理。而与网络公司管理相关的争论也仅限于网络公司的规模普遍小于非网络公司规模的情况，而现实生活中网络公司规模大小不定，所以并无最终定论。

对于任何公司来说——无论是新经济下的，还是旧经济下的，抑或是未来经济下的，不一而足——都存在同一个关键问题，就是什么才算是良好的管理。公司情况不同（包括公司潜在的类别），答案也不同。不过，正如万全的管理模式不适于非网络公司一样，其同样不适合网络公司的经营。

为了对新经济公司新管理规则的拥护者显示公平，他们不得不持一种奇怪的想法（网络公司存在着共性与特性），因为公司的管理者将旧经济公司进行统一管理，以至于盛行的管理实践不适于许多网络公司（同理，网络公司的管理方法也不适于许多旧经济公司）。

因而，讨论管理原则是否应该不同只是在浪费时间。公司的管理原则当然不同，但这并不是因为网络公司有什么特别之处，而是因为每一个企业组织结构都是不同的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会议上的发言权

说服董事听取股东意见是理想的公司治理方法，但是法律和实际的限制使这一简单的方法无法实现。冷漠和集体行动问题限制了股东的发言权，但这只是这一问题的部分原因。

大多数的州法律授权公司建立能够在年会或者是在特别会议上指导股东提案的程序。美国证券交易委员会增加了附加的规章。[9]实践中，管理层一般更喜欢使之能够将股东的提案从代理须知中删掉的规定。使用“股东提案规则”可导致许多大公司的重大政策变化。如从 20 世纪 30 年代开始，这一规则就用来增加股东在积累投票和会后报告的传达等方面的权利。

实际上，每一个人都可以达到能够迫使公司把股东提案加入年度代理声明中去的资格要求。根据法律，一年中拥有该公司股票 1% 或者 1 000 美元的市场价值就足够了，提案的成本费用由公司承担。

股东提案通常继非股东的利益相关者之后，由名义股东提出，其目的是为了利用股东提案规则实现社会变化（这种功用在 20 世纪 70 年代随着导致通用汽车董事会整合的著名的通用汽车运动而突然变得多了起来）。社会政策拥护者利用它促进一些活动，诸如关于公司行为的环境影响的报告要求、种族和性别歧视以及人权问题。有时这些活动与股东的利益相关，有时则不然。

在过去的几十年间，股东和公司其他利益相关者无数次地使用了这种方法。尽管大部分表决都没有得到多数票，但是越来越多的提案取得了胜利。大家都知道名义股东可以给出提案，管理者可以采纳赢得多数股东支持的温和一些的提案。而管理者常常选择不去实施这种提案。毕竟，如果管理者真的相信的话，他们根本不需等待其他人提案或投票就会实施。

比股东提案规则更重要的是公司收购的可能性。公司收购可以通过代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理投票权竞争或者要约收购实现。在作为更传统的公司收购方式的代理投票权竞争中，一个股东和一些股东呼吁其他股东通过选举新董事的方式改变公司的控制权。他们在给所有股东的委托书中陈述他们的理由，现任董事在其自己的委托书中陈述理由。然后股东投票，其意见会被采纳。

在20世纪60年代末70年代初，格雷厄姆叹息于股东以此方式改变不善经营所面对的困难（格雷厄姆对这些困难有着切肤之痛，因为在其职业生涯的早期，曾经为争夺公司的控制权而发动了一场代理权争夺）。[10]但是在那时候，代理投票权争夺很容易挑起，也比现在更有效，标志着盛行于20世纪80年代的公司治理运动的开端。对于60年代末70年代初代理投票权争夺的涌现，格雷厄姆说："看到公司的高层管理如此令人满意，董事们履行基本义务的情绪也空前高涨。"

20世纪80年代给美国公司带来了更复杂的、资金也更充足的反收购策略——主要是投标报价，股东以此方式离开管理不善、经营业绩不佳的公司。这样的结果是创造出公司控制市场——一种赋予股东的发言权真正意义的方法。因此，格雷厄姆在公司治理运动刚刚拉开帷幕时的恳求如今极具价值："请股东以豁达的心胸和加倍的小心看待其他股东发来的欲改变显然令人不甚满意的公司治理局面的代理材料。"[11]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章
Chapter13

工作中的董事

在美国公司，越来越多的人感叹董事工作负担过重。他们一味地被要求做太多的事、全力满足各种有冲突利益群体的需要，等等。要想改变这种局面，这里有一个简单有效的解决办法。董事可以简短地列出五件事，然后出色地完成它们。董事会需要做的主要工作如下：

- 选出有影响力的 CEO；
- 设定高管薪酬；
- 评估接班人；
- 进行资本配置；
- 提高财务报告的真实性。

这些工作上的出色表现最终并不取决于公司的管理机制，而是取决于董事的诚信度。投资人应该关注董事的业绩情况，并以此判断该公司是以股东利益为导向，还是以经理人利益为导向。如果公司经营不善，而管理者的收入却很高的话，则该公司以管理者利益为导向。在以利益相关者利益为导向的公司中，已投资本的回报低、工厂收益不高、始终面对劳动压力。所有人利益导向可以从良好的绩效、合理的管理者收入，以及对于生产工作中生产效率高的工人的培养中反映出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仔细想一想，作为以管理层利益为导向的案例，第 11 章中美国金属产品公司反对联信公司的收购究竟服务了谁的利益？美国金属产品公司的股东拒绝收购，显然他们认为自己的利益被危及，美国金属产品公司计划通过裁掉 9% 的员工即 4 200 个岗位、关掉 10 家分公司的方式增加公司的收益率。[1]美国金属产品公司从公司利益角度考虑，与一友好合作伙伴缔结了协议，但是其 CEO 和管理层无疑向董事会施压，令董事会抛开了大家一致认为有利于股东的方案，选择了看起来似乎并不利于员工的方案。

判断公司利益导向的最好的方法是调查公司董事处理主要工作的方式。关注这些工作，看看哪些董事做得最好。

向 CEO 致敬

CEO 在管理层定下了基调。在投资人对 CEO 做出评价、决定是否把资产投资于该公司时，应该重点关注 CEO 的既往表现，如对报酬、收购和资金分配等方面的管理情况。应该尤其注意选择一个具有独特价值创造能力的 CEO。沃伦·巴菲特特别提到衡量 CEO 能力的标准并不全面，也很难把握，因此和评价员工相比，对 CEO 的评价要难得多。在理论上，除了公司的董事会以外，CEO 别无上级。因为缺少计量标准，同时在往来会议中，CEO 和董事的关系越来越融洽，不再是监督与被监督的关系，董事会很难公正地实施绩效考核。

关键是要保持监督的态度。董事可以很容易地辞掉表现异常不好的经理人，但却很难处理一位表现平庸者。征募顶尖人才、列出继任者名单是董事会的重要职能。这一职能的重要性常常被忽视，在前任 CEO 离任后，董事会常会让公司的二把手接任（2/3 的公司会这样）。这意味着许多董事会无法评估变化了的组织需要和公司一二把手个人才能的差异。[2]

有时，董事会会放弃选择 CEO 的责任，允许现任 CEO 亲自挑选接班人。然而，在选举继任者上，即使是最出色的 CEO 也比不上董事会。结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果是新 CEO 常常任期未满就不得不匆匆卸任。

董事仍然要避开 CEO，定期评价其业绩，评价 CEO 的业绩比看起来要难得多。既要评定短期的成效，又要评定潜在的长期成效。如果只考虑短期成效的话，许多管理决策的制定就要简单得多，特别是关于那些产业竞争力不强的公司的管理决策。

再一次回顾艾尔·邓拉普意图挽救经营不善的光线公司的雄心勃勃却注定失败的计划。在其身后的大规模的财务丑闻也显示出其固有的愚昧。一旦证明邓拉普是一名糟糕的经理人，光线公司很容易抛弃他。

薪酬

很多迹象表明，美国公司高管薪酬与公司业绩呈正相关关系。还有迹象表明，公司的业绩还与以股票支付的总的薪酬呈正相关关系。[3]

即使是这样，一些高管的薪酬根据其业绩来看也明显要高得多。因此，投资人应该密切关注高管的薪酬。

薪酬水平

这并不是说要设立一些管理规则，根据公司职工最低收入的一定比例限制高管的薪酬。实际上，Ben&Jerry's 公司在早期的经营中曾经尝试这种方法，公司创始人和高管的薪酬限为员工最低收入的 7 倍。但是，随着公司的发展壮大，创始人因为难以支撑如此大规模的公司管理而不得不招募顶尖的人才，这样，所招聘人才的薪酬要远远高于限制薪酬。[4]

如果早期的 Ben&Jerry's 公司的政策显示出判断失误的话，后期需支付的薪酬则更为糟糕。例如，美国网络联盟的 CEO（McAfee 防病毒程序的所有人）在 McAfee 网站首次公开招股前从中获取 700 万美元，即使是在美国网络联盟经营不善，而 McAfee 也在赔钱的情况下。[5]

克莱斯勒与戴姆勒奔驰兼并的主要问题就是两家公司高管薪酬以及员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工最高收入与最低收入的比例都有极大的差异。例如，在 1997 年，克莱斯勒董事会主席罗伯特·伊顿的年薪为 1 000 万美元，超出员工平均工资的 200 倍，相当于戴姆勒奔驰公司管理董事会全体 10 位成员年薪的总和。戴姆勒奔驰董事会主席约尔根·施伦普的薪酬为伊顿的 1/10，是戴姆勒奔驰公司普通员工工资的 20 倍。

因此，兼并中的一个主要问题是合并后公司应该采纳的薪酬结构。施伦普指出，现存的薪酬差异反映了文化差异，特别是德国更主张人人平等的公司文化，这一点可以由其监事会中的劳工代表得以证明。他预测说，使高薪酬为社会所接受的唯一办法是使之与业绩密切相连；另外，美国模式应该更为适合戴姆勒奔驰公司以及其他的跨国公司。

施伦普的表述反映了美国公司的论调。鉴于德、美公司之间管理的其他差异要比人们普遍认为的小得多，你必须要考虑一下这是否是施伦普在提到戴姆勒奔驰创造了第一家带有北美文化特色的德国公司时要表达的主要问题。当施伦普随后在戴姆勒—克莱斯勒 2000 年 4 月的股东会议上提出美国方式的经营者期权时，所有疑虑都消失殆尽，当然，他的做法遭到了德国股东的强烈抵制。

认股权

10 年前，公司治理专家敦促董事会更多地以股票而非现金的形式支付给经理人薪酬，以此促进经理人与股东之间利益的一致性。这样做产生了巨大的反响。

管理者的薪酬越来越多，但并不是以股票的形式而是价值远远超过现金的认股权。报酬型认股权的激增成为公司治理史上最有争议的话题之一。

有人说在美国认股权的广泛使用反映了这一一致性目标在美国的重要性，而欧洲和其他地区不强调或很少强调此目标，因此对期权股票的应用相对不多。无论如何，一致性之说难以实现，它更多的是代表了公司调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与股东利益冲突的管理者薪酬方案的尝试（还有同劳工利益的冲突）。

认股权神话

没有任何证据显示在美国流行的高管薪酬结构反映了经理人与股东之间利益的一致性。相反，大量证据表明美国薪酬结构相当随意。

许多公司给予经理人认股权，其价值的增加只是通过存留收益，而不是通过资金调度得当带来的公司业绩的增加。通过对纯利润的保留及再投资，经理人不必努力提高真正的资本回报就可报告年收益增加。

巴菲特指出：你坐在摇椅上也能轻松达到这样的成绩，好比只要把你存在银行户头里的钱加倍，就可以赚到加倍的利息，没有人会对这样的成果报以掌声。[7]

到那时候，认股权会攫取公司和股东的财富，并把战利品拨给认股权人。事实上，一旦授予，认股权是无条件、不可改变的，可以无须考虑受让人个人业绩就可为其带来收益。

即使认股权鼓励受让人想股东之所想，但是他们却不会像股东那样承担同样的下跌风险。如果公司经营业绩提高，股票价格上涨超出行权价格的话，受让人则可行使其认购权，与股东一起分享价格的上涨。如果经营业绩不尽如人意，股票价格在行使权价格以下的话，受让人将不行使认购权。股东会因为公司经营业绩不佳遭受损失，但是认购权持有人却不会。

认股权也会加剧公司认股权持有人（通常为高级主管）与其他员工的利益分歧，它极大地增加了高薪主管和普通员工薪酬上的差异，其比例在美国要远高于欧洲和其他地区。因此，当使用认股权的时候，应将其普及到全公司的范围——像通用电气公司那样——而不是仅限于公司的高层管理者。

认股权成本

对于持报酬型认股权的股东来说，直接成本为股权的稀释。一般来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，管理者对此的回应是购回流通股。这样做的麻烦是占用了可能带来更多利润的公司基金。

间接成本是未要求在损益表上记下员工认股权的会计准则。[8]它会转化成每股盈利，夸大公司的实际盈利，甚至连稀释的每股收益也无法反映这些成本。

为此，你必须调整盈利数字。然而，这样做并不容易，因为财务报表上的信息并不都是必要的。你需要仔细检查附注中倒挂的情况、行使认购权时的出资比例。目前，这一比例已从几年前的不足 10% 猛增到近 15%。

尽管附注中略有涉及，但是认股权的实际成本仍没有直接呈现出来。真正的成本等于行使认购权时的价格减去高管支付的行使价格。这是最为真实的测量方法，公司常会以当时的实际价格而不是期权价格将期权卖给他人。

高管的认股权价值相当高，平均为标准普尔 500 股价指数年收益的 5%，有时候达到了公司报告盈利的一半，包括雅虎、宝丽来和奔迈。[9]如果认购权价值记录下来的话，一些大公司 1999 年的收益将大大降低：思科公司，24%；微软 12%；IBM，8%；甲骨文公司，16%。[10]这并不夸张但依然令人震惊。越来越多的公司将期限延至 10 年和 15 年。

这些成本效应延续数年，取决于认股权的期限。在许多公司，认股权期限可持续 5 年。

问责制

法律规则对警局高管的薪酬束手无策。美国法院的普遍立场是以废弃的标准评价薪酬，这一标准无碍于公司决定，其对待公司资产的方式就像将一车又一车的现金倒入哈得逊河中一样。在高管薪酬方面，美国法院更偏袒于公司的管理者。

至于证券信息披露法律，美国证券交易委员会要求在比较绩效图表中披露高管薪酬。然而，公司继续构建高管薪酬方案以免出现在损益表底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线。例如，在会计准则制定者规定如之前发布的权证的行权价格降低时，则需在损益表记录下来，许多公司因此选择延长认购权期限。

没有有效的法律和会计准则，监管高层薪酬的主要任务就交由公司董事会来完成。董事会成员必须坚持高管的薪酬视个人对公司业绩做出的贡献而定。用公司的收益率来衡量高管的业绩是最终的准绳，因为这样既考虑了股东也考虑了员工的利益。当衡量业绩的时候，公司应该避免考虑资本投资于相关经营带来的盈余和公司的累积盈余。

告诫

在沃伦·巴菲特与我们分享关于薪资酬劳配套措施方面的评价的同时，他很细心地写下如下告诫："一些我极其敬仰的经理人——他们的经营记录要远远好过我的——在固定价格的期权方面，并不赞同我的观点。他们已经建立起有效的公司文化，固定价格的期权成为有助于他们的工具。在他们的领导和示范下、在期权的激励之下，这些经理人已经教会公司的同事们想股东之所想。这种风格不多见，若有，我们必须小心地加以维护，即使这样的做法会破坏公平性与效率。"[11]

投资人应该寻找能够率先监控认股权报酬的董事会，但是这样的董事会少之又少。

交易

聪明的投资人以及可靠的董事会必须避免随意的薪资酬劳配套措施，还要避免轻率的收购政策和防御战术的不良后果。

攻击性收购

攻击性收购兼并战略要求董事会倍加仔细，因为即使对于最出色的高管来说，其个人利益也很有可能与股东利益冲突。CEO 在收购中可以扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展其管辖范围，采取更多举措，收获大量心理利益。以此为驱动的收购是以牺牲股东利益为代价的。

大多数的收购不会增加商业价值。1999 年从对全球会计公司毕马威会计师事务所的研究得出结论："83% 的公司兼并（在 1996 ~ 1998 年间，全球兼并花费已逾万亿美元）并不能给股东带来任何收益，甚至更令人震惊的是，一半以上的兼并损害了股东的利益。"在采访了兼并案涉及的经理人之后，这项研究还发现，只有不足一半的公司在兼并后审查兼并带来的利益增减！[12]

大多数收购都会在收购已经开始、CEO 已经投入大量资金的时候才会请董事会加入讨论，由此可见收购存在着管理的问题。在 CEO 已投入大量资金之后驳回收购案实际上是对将方案呈送给董事会的 CEO 的否决。当执意收购的 CEO 听到不好的信息时，管理问题就会变得尤为严重。大量愚蠢的收购会扼杀董事会良好的判断力。

上述问题使之很难形成一个能够缓和董事会压力的管理机制。涉及个人的问题很难解决，就像巴菲特提出的另一个问题一样："尽管收购会在实践中以失败收场，但在设想阶段却从不会失利——如果 CEO 对某项收购志在必得的话，其下属和顾问就会为其提供必要的合理化价格方案。"[13]

例如，美泰公司在玩具的设计、生产和销售上全球领先。1999 年 5 月，美泰公司买下个人计算机教育软件制造商乐宁公司。美泰公司使用其股票（当时为每股 26 美元，比前一年每股 40 美元的平均交易价已下跌了很多），以 38 亿美元的收购价买下乐宁。美泰公司主席吉尔·巴拉德在 1999 年 7 月宣布，乐宁公司收入和利润的极大增长对美泰公司的整体运营做出积极的贡献，而这就是"此次收购兼并对美泰公司来说有着极为重要的意义的原因之一。"[14]

巴拉德并没有说明计算机软件制造是如何与美泰公司的传统产品——如芭比娃娃、费雪牌玩具和风火轮——相联系的。但是就在 3 个月后的 1999 年 10 月，美泰公司宣布乐宁公司财务收入下降，其赔本的原因之一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是顾客的产品退货高于预期以及坏账的注销。[15]乐宁并没有如巴拉德预计的那样获得 5 000 万美元的收益，相反损失了 1 亿美元，美泰的股票跌到每股 11 美元。许多事后诸葛亮的分析师汇报说，乐宁公司的这些问题早就存在，美泰公司应该在收购之前就发现，并重新考虑收购的问题。

这些分析师认为美泰公司符合对收购失败的公司的所有描述。如果主营业务销售下降，公司却对产品、营销和配送的改进无能为力的话，一个冲动的做法就是通过收购兼并的公司带来业务的增长。美泰公司的销售额在收购乐宁公司之前就已经下降，鉴于此，乐宁公司的销售额也有了下降（美泰董事会在 2000 年年初辞掉了巴拉德，给了她一笔高昂的离职金后，由美国卡夫公司 CEO 罗伯特·埃克特接任）。

比较一下美泰公司的案例和迪士尼公司使用的政策。迪士尼的理念是只以合适的价格收购当前管理层完全了解的相关领域或互补领域的公司。在其最重要的收购中，资本城市/美国广播公司刚好符合要求。迪士尼公司主席迈克尔·艾斯纳曾在 1966 ~ 1976 年间供职于该公司，看着它从名不见经传的小公司成长为在各方面都独占鳌头的大公司。

在资本城市于 1986 年买下美国广播公司之后，汤姆·墨菲和丹·博克使其迅速发展，与迪士尼合并的意义更是非比寻常。沃尔特·迪士尼本人也很喜欢美国广播公司。别忘了，美国广播公司在 1955 年曾经资助过迪士尼乐园，在他开始创建今天我们看到的迪士尼奇妙世界时，将美国广播公司带到了好莱坞。迪士尼互联网从美国广播公司网、美国有线体育电视网和大量其他的网络资源中得到很多发展业务的机会，获益良多。

防御措施

与攻击性收购策略相对的是收购防御。诸如毒丸的反收购计划可以阻止公司收购，防止解除现任董事职务，保护管理方面的决策（有美国金属产品公司反联信公司收购案为证）。如果一些或者是大部分股东认为收购可以服务于公司利益和股东的最佳利益，收购方愿意付超出现行的市场价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格或超出公司普通股内在价值的金额的话，反收购策略就会对股东不利。

迪士尼的收购理念也适用于被收购方。在 20 世纪 80 年代初有收购者想要购得迪士尼公司，但是罗伊·迪士尼不会让这种情况发生。他保护了迪士尼这个伟大的美式建制，促进了其主要业务的发展。例如，由罗伊负责的迪士尼动画以新的形象示人，制造出大批好评如潮的电影。在此期间，迪士尼采用了最佳的反收购策略，也就是特别业务（关于迪士尼更多的信息详见下一章）。

不可否认，也存在一些不恰当的、公司和利益相关者不感兴趣的恶意收购。而现任的经理人面对不需要的收购时，自然会抵制购并公司的收购——无论他们的抵制服务于公司的利益与否。毕竟，在大多数的情况下，他们的工作是有风险的。

对美国公司——也许对越来越多的各国公司——来说，收购会给未到期的认股权带来风险。面对这样的可能性，经理人可以使用抵制较低出价的机制来反抗出价过高，因此他们可以使用只用来制止不利于股东的出价的毒丸计划来阻止有益于股东的出价。

在这种情况下，董事会必须意识到 CEO 和其带领的团队正受到围攻，就像董事会在质疑其推荐的攻击性收购时所遭遇到的那样。

在这两种情况下，经理人会采取一种使得其无法认真思考怎样做才能服务于股东的利益的心态。无论是在收购中还是在反收购中，都没有一种明确的机制确保董事会应对得当，但是如果董事会希望做出有效应对的话，他们至少要在心理上意识到正发生的问题。对于投资人来说，关键是找到具有此种能力的董事。

资金

一个拥有大量闲置现金的公司可以将之用于如下四个方面：进行再投资、从市场上买回公司的股份、将现金以红利的形式发给股东、如上文所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

述收购别的公司。除了一些正式的、可操控的限制外，美国法律在包含宣派、分发红利以及决定购回股份与否等选择上给予董事会极大的自由裁量权。公司的章程上很少限制分发红利，但是有时公司的贷款和信贷协议会做出相关规定。

大多数美国公司董事会的策略是发放定期的季度现金股利，其数额保持稳定或稳步上升。而现实是公司的基本业绩并不是一直这样平稳的，因而这种模式与现实相抵。收入几乎总是不定的（即使并不像一般的股票价格那样大起大落）。

红利的数额远远超过其应有值。鉴于红利政策在资金分配决策中的重要性，一些董事会给出的解释其红利政策的常见原因，如表明信心和显示可靠性，奇怪又不真诚。

我们应该信任巴菲特提出的理想的使用更严格的方法制定红利政策的董事会。下面的方法区分了限制性收益和非限制性收益。限制性收益是指为了使公司保持其竞争地位而必须用于再投资的收益。非限制性收益是指那些暂时留存下来，在机会来临的时候，利用它们为股东创造更多的市场价值或在无获利可能的时候被转出的收益。[16]微软严格遵循了此项政策，没有再发放红利，并从再投资的资金中获取大量的回报。

只有当留存资金创造出至少等值于给予股东的回报的增值收入时，才可证实留存资金的利用是值得的。那些能够以此方式将资金进行再投资的公司不应发放红利，董事会应该忽视这一政策发出的消极信号，比如说缺乏自信和可依赖性（尽管他们应该关注由此产生的带给股东的税收优惠）。

一个公司处理市价低于实值的股票的最聪明的办法是将其买回。显然，如果一只股票的市价为其实值的一半，该公司可以用1美元的现金购买到2美元的价值。你很少能找到比这更好的资金用途。股票回购通常会给予股东少量的税收优惠。普通股的分红同普通所得一样以高达39.6%的比例纳税，而对于持有一年以上的股票回购带来的收入可被视为资本收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，以不足20%的比例纳税。

股票回购并不总像看上去的那样。它减少了公司已发行股票的数量，从而增加了每股盈利。结果常常是投资人误以为回购是表明公司股价被低估的管理信号，从而购买更多的股票，抬高了股票的价格。然而，回购计划通常与通过行使认股权抵消股份的股票发行计划类似。归根结底，股票价格的上涨意味着该股票认股权价值的增加。当回购计划和股票发行计划同时启动时，你应该对管理层的举动做出更清醒的判断。

这种效应很可能使管理者（手中有很多认股权）坚持回购，尽管回购并不是分配公司资本的最佳办法。认股权确实鼓励了通过借钱来进行推动每股收益和股权收益的股票回购。这样做带来了重大的风险，因为在危机中，较小的股本基数能将公司进一步推向破产，严重地损害了股东的利益（以及其他利益相关者的利益）。

与股票回购偶尔带来的收益相比，人们更多的是看到拆股所带来的危害。拆股有三个结果，但是没有一个是有益于股东的。它通过推动股票周转增加了交易成本；吸引了目光短浅的、一味从市场出发、过度关注股票市值的股东；作为前两者的结果，导致价格大大偏离了其内在的商业价值。

没有平衡收益，拆股是无稽之谈。然而，大多数公司包括通用电气、微软以及网络零售商亚马逊都选择这样做。伯克希尔·哈撒韦是少数的没有这样做的公司。自从在1997年中期公开上市之后，网络零售商亚马逊从1998年6月至1999年9月三次拆股。通用电气在101年的历史中只拆股9次，但其中有三次发生在20世纪90年代的后6年。

拆股唯一值得赞扬的就是它减少了每股股票的价格，并因此使更多的投资人能够参与其中。如果历史上的美国公司不曾拆股的话，那么一些最好的公司的股票价格将为每股上万美元（就如伯克希尔·哈撒韦公司那样）。这样的价格让许多投资人无法承受。然而，这样的说法并不能说明高频率拆股（股票价格降低几百美元，是所有的投资人都能够负担得起的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数额）的原因。

审核

第 10 章谈到，要想使会计信息有价值，用户必须对其真实性充满信心。危及到真实性的因素很难应对：企业创新、发展、复杂性，还有不可避免的在财务报告中创造出大量管理自主权的会计准则的形式性。财务报告的真实性通过能够限制自由裁量权的内在的控制体系和外在的审核认证得以提升。然而，要想使这些机制生效，董事会必须确保内在的控制体系和外在的审核起作用。

财务报告内部监控用于确保交易的实施符合管理政策并正确地记载在会计记录中（并确保资产的配置符合管理政策）。内部监控途径有很多，可以是每日记载并定期由他人检查的流水账，可以是用于检查折旧处理的程序，还可以是对风险管理政策的表述和审查。其中一些方法是联邦证券法要求的条件。

在公司内部，董事会和经理人都有权解释、实施和评价企业的内部监控。然而，作为一个常识问题及政策问题，内部监控主要的和最终的责任原则上在于董事会。董事会有相对信息优势，比起经理人能更积极地管制管理机会主义。这种责任需要监督内部监控系统的设计并支持该系统的管理。

要求外部审计人员通过对公司财务报表做年度审计检验内部监控，证实了内部监控对于财务报告真实的重要性。这种审查建立在财务报表的全面检查和基本的日常记录以及定期总结的基础之上，其目的是能够客观地证实财务报表的可信度和关联性。

审计是为财务报表增加可信度的监督机制。而要想这种可信度真正有意义，审计人员必须与董事会密切合作，审计人员和董事必须勤奋、独立，保持清醒的头脑。董事会及其审计委员会需面对几项挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，由独立的公司进行的审计不可以改变由公司管理层准备财务报表的事实，并应对其负责。审计就是对报表的审查。审计不包括财务报表覆盖时间段内公司的每一笔财务交易，这对任何一位审计人员来说都是不可能的，对审计委员会来说尤其如此。在特定的财务期间，通常为一年，公司会发生大量的财务交易。审查实际上是建立在抽查的基础之上的，它只需检查、核实某段时间内公司发生的成百上千的各种交易中的样本即可。

其次，关于造假的审核，审查人员和审查委员会都不能将之彻底根除。这种情况的主要原因是审计不可能检查审核公司从事的每一项交易或者管理层参与的每一项交易。

再次，根据审计行业专业责任准则要求，审计人员应该独立于公司；根据美国证券交易委员会批注的股票交易规则，审计委员会的成员也必须独立于公司。缺乏公正、公平的专业性判断的审计不能促进财务报告的诚实性，充其量只是另一种内部监控系统。

如果审计带有引发过度依赖的独立认证的假象，就会造成危害。此外，由于有效的独立审计包括考察内部监控系统，因此，抽象的、潜在的偏颇审计损害了内部监控系统的诚实性。

审计公司的独立性是一个热门话题。大型的全球审计公司的业务已经超过了传统的审计功能，涵盖了咨询和其他业务。这些公司合并、改组、被其他公司收购，其客户和业务演化为更复杂的、技术上更先进的跨国经营。

美国证券交易委员会建立了独立审计准则委员会（ISB）用以解决审计师独立性问题，[17]但是解决审计师独立性问题仍为董事会的主要职责，审计委员会的主要职责是确保独立的财务审查。这些主管部门需保持勤奋而警觉的头脑，能够严格评价公司内部监控体系和被报告账户的监测。

审计委员会需要独立的董事，但是根据新的股票交易规则，在会计和审计中，独立性并没有专门技能重要。这是关键的一步（但是这样做还远

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远不够)，它确保——根据传统的证券交易委员会标准——“洞悉各种相关事实和各种情况的理性的投资人相信审计师与审计客户既无共同利益也无利益冲突，审计师在工作范围内能够始终保证客观又公正的判断力。”

只有在这个时候，财务报表才值得做出分析。审计工作要求董事会的监督和领导。能够始终恪尽职责的董事会值得信赖。反之，则应该受到惩罚——他们应该早在外界审计师为其拉响警报前就受到惩罚；在 1999 年年末，Rite-Aid 公司的股东懊恼地发现，其外部审计师宣称无法再相信公司的管理者，因而退出了审计业务约定。

尽管审计师、审计委员会和董事会承担着重要的工作，但是还有一个对于投资人来说至关重要的人——CEO。巴菲特说：

> “盈余”这个名词有一个明确的定义，而当盈余数字再加上审计师无保留意见的背书后，天真的投资人可能就会以为它像圆周率一样经过计算，达到小数点后几十位数字般精确。
>
> 然而事实上，当公司盈余数字是由骗徒所主导时，盈余可能像油灰一样的脆弱，当然到最后真相一定会大白，但与此同时一大笔财富可能已经换手。确实，许多美国财富传奇就是这种会计数字假象所创造出来的。[18]

比找到出色的董事更重要的是避开“庸医”，因此让我们尽力远离招摇撞骗的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章
Chapter14

炉火边的 CEO

投资界的传奇人物菲尔·费雪将其投资的方法描述为要求公司管理者进行勤奋的调查。他就经理人的情况大胆地采访了公司的客户、供应商和员工，并与公司管理者进行了直接对话。今天，费雪的方法为创业投资家所推崇，但是大多数的普通投资人因无法约出或拜访上述人士，故对此方法望而却步。

不过，可以合理地使用一些替代方法。你可以旁听多数公司每季度由 CEO 主持的投资人电话会议（拨入号码可以从公司和多数经纪公司得到）。你也可以参加公司举办的定期的“户外商业展示”，尤其当 CEO 出席（尽管情况并非总是这样）时，更是值得一去。你还可以参加年度会议，纵观公司高层。如此种种往往可从网络广播获得消息。

你也可以阅读许多由公司或者 CEO 个人执笔的关于 CEO 的情况介绍。为了更好地了解 CEO 的性格和其商业导向，重点应该阅读 CEO 每年致股东的信。这些信大多为公共关系文件——由人代笔、风格程式化、充满溢美之词。没有人会被这种消息所迷惑，但是在印有许多照片和图表的营销杂志上，常有那么几篇 CEO 写的信，这些信很值得一读。

大师级经理人

创业投资家最为看重的经理人的七个基本特征是：诚实、成就、活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力、智慧、见地、领导才能和创造力。[1]上述哪一项是最重要的呢？

显然，你不会把资产交付给一个高明的骗子或是值得信赖的傻瓜。超常的智商和巧妙的方法当然重要，但是你选择的 CEO 无须在这些方面位居世界前 10% 。

你也许很想走小弗雷德·施韦德的路线，他在其经典著作《客户的游艇在哪里》中曾开玩笑说，比起诚实的笨蛋他更喜欢聪明的罪犯，因为带着法院的书面令状和警察，可以搜查小偷，但是从傻瓜那里唯一能得到的就是毫无用处的道歉。请不要这样做。

巴菲特一再强调 CEO 的一个基本特征就是正直。这意味着 CEO 应优先考虑你的利益，应该坚持巴菲特谓之的以公司所有人利益为导向。在 CEO 的信件中会流露出其所坚持的利益导向。巴菲特在写给伯克希尔·哈撒韦公司股东每年的信中曾经谈到为自己划定的规则：“假设今天的位置对调，我们希望你应该告知我们所有事实，这是我们应该给你的……因为一个对外欺骗别人的 CEO 最后一定会把自己也给骗了。”在评价一位 CEO 是否值得信赖时，请使用这一准则。

所有人都知道巴菲特是一位极其成功的投资人，但并不是所有人都知道，他还是一位极其成功的、以公司所有人利益为导向的经理人。在这一点上，巴菲特之于公司管理正如泰德·威廉姆斯之于棒球。两人在各自的领域成就斐然，泰德打了近 400 个安打，巴菲特不断地向伯克希尔·哈撒韦公司清晰坦诚地汇报他的成功与失误（其经验已编译成书《巴菲特致股东的信——股份公司教程》）。

在无与伦比的巴菲特的身后还有许多追随者，对他们来说，阅读 CEO 信函是一项很有价值也很有意思的投资演习。本章要谈谈三位 CEO 的信函带给我们的启示——他们显示的不仅仅是诚实这一基本特征，还有不同程度的成就、活力、智慧、见地、领导才能和创造力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行动

几乎没有哪位 CEO 给美国公司的影响能够像通用电气的杰克·韦尔奇一样。自从 1979 年在通用电气任职以来，韦尔奇就重新定义了商业管理的主要方面。在其影响广泛的致通用电气股东的年度信函中，韦尔奇清楚地说明了一套有创造力的核心经营要素，解释了怎样利用这些经营要素创造出一个能够以小公司常有的急切和热情，充分利用公司的各种资源，努力树立最佳管理实务典范的新型公司。

通用电气是世界最大的公司之一。韦尔奇把它从分布零散的 350 家制造厂和主要的产品线改造为所谓的“综合性、多元化公司”。韦尔奇认定只有当每一个制造厂都可以在其特定的市场中名列一二，通用电气公司才会从其多样性中获得成功。通过“定位、销售或关门”的政策，韦尔奇引导通用电气公司在许多经营业务上占据了领先位置。公司不断地寻找有效的办法提高工作效率、实现更高的工作目标，共同的渴望所凝聚的文化将这些零散的制造厂合并成一个大的公司。

通用电气公司的股东从这种无边界公司文化和整合性多元化中获益良多，在韦尔奇任职期间，公司的净资产年均回报率超过 24%。数十万通用电气员工也从革新的管理系统中获得收益，他们可以获得内部奖励，还能够得到公司的认可和赏识，因此更积极地投入到工作中去。许多人从通用电气走出来后继续领导着其他公司，如联信公司前 CEO、和韦尔奇合作撰写许多信函的拉里·博西迪。

通用电气公司创造或采用的想法为其他公司和管理者所称颂。通用电气将无边界管理贯彻得十分彻底，并与世界分享了它的理念。韦尔奇指出，通用电气的一个基本准则是将资源配置视为一个动态的过程：“有时，公司会从美元、理念和人才的净进口中获得收益；而有时，会为了公司整体利益要求以上要素的净出口。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在韦尔奇在职期间，通用电气公司收获的荣誉无数。在 1998 年和 1999 年，《财富》杂志将通用电气誉为“美国最受尊敬的公司”；同年，《金融时报》称之为“世界最受尊敬的公司”。《时代》杂志高度赞誉该公司，将其称为“世纪公司”。1999 年《商业周刊》调查称，通用电气公司拥有最好的股东。1999 年，韦尔奇在致股东信函中提到，托马斯·爱迪生也会为他 100 年前创建的公司感到高兴。

韦尔奇的信函中不仅仅包含有关通用电气独特文化发展的第一手资料，还反映了韦尔奇的想象力、活力和宽广的视野。这些信函具体说明了渗透于通用电气文化中的价值观、如何实现这些价值观、由之产生的成果、使上述一切变为可能的领导才能——创造精明的投资人和智慧的经理人的伟大源泉。

核心的经营要素

韦尔奇期望建立无边界公司，将公司分成几部分的人工筑成的墙壁终将被摧毁。整个企业是一个团队，责任由大家共同承担。无边界文化中不会再有诸如“不关这个部门的事”（逃避责任的常用方式）这样的借口。在这种文化中，韦尔奇创建了“一个巨大的实验室，其主要产品是新的想法”。一处想出的点子可以为他处所用。

外部边界也在这种公司文化中轰然倒塌。员工通过自愿的工作融入公司更广泛的活动中去，公司参与到拓展的操作计划中去。知晓如何才能更好地服务于顾客、共同投资人、经销商等，通用电气吸引了公司的利益相关者。通用电气既强调向公司内部学习，又强调向公司外部包括向供应商和竞争对手学习。

边界阻碍了公司的发展，扼杀了创造力，使公司的运营变得复杂。打破边界使通用电气公司能够在韦尔奇其他三个核心的经营要素：快速、突破极限和简单化的引领之下蓬勃发展。

速度因管理上的变化而得到提升。团队合作加快了速度，大大提高了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全公司上下的业绩。例如，通过缩短从订货到汇款的循环，速度的提升增加了库存周转次数。对于如通用电气这样规模的公司来说，库存周转次数的改善可以带来 10 亿美元用于投资的现金。

提高速度带来的“乐趣和兴奋”有助于极限的突破，也就是设立超凡的目标。比如，如果你认为在下一个循环库存周转次数可以增加一个百分点的话，那么就将目标定为两个百分点。无边界文化是实现极限目标的关键，因为它强调了公司绩效是由“实现‘不可能的目标’的努力程度”来衡量的。

突破极限改变了公司中很多传统的实践和激励机制。在许多公司，经理人设定目标，是否能够完成目标是评价其业绩的标准。公司鼓励他们设定适度的目标。在突破极限背景下，鼓励经理人设定极其宏伟的目标，然后对比其目标设定前后表现对其做出评价。简而言之，“公司的绩效应以公司经营最终情况而定——它是否求变、如何求变——而不是依照一些‘计划’或者早在一年前就商定好的内部数字”。

提高速度还有突破极限与无边界环境的最后一个核心的经营要素——简单化——相得益彰。无论是在企业组织结构图中、沟通中，还是在目标设定中，复杂化都会阻碍速度的提升，以及极限目标的突破。复杂化与无边界文化格格不入。简单化培养了自信心，员工可以设定直接计划、坦率地发言、确定“远大而清楚的目标”。源自简单化的清晰明了还有另外一个优点：有助于速度的提高。如韦尔奇所说：“简单的信息会传播得更快，简单的设计会更早地走向市场，消除杂念才会更快地做出决定。”

实施

通用电气通过实施核心的经营要素：快速、突破极限和简单来获取丰硕的果实。成功的关键是整合性多元化的理念。

对于通用电气公司来说，实现整合性多元化需要两个必要的步骤。其一，仅保留在各自市场名列一二的部门。每一个企业都需要凭借自己的力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量变得强大。企业聚集会产生“竞争优势临界值”。利用竞争优势需要精简公司管理结构，为此，韦尔奇削减了公司先前臃肿机构中的多余管理人员。精简机构提高了生产率，各部门的合力远比庞大的数量更有意义。

通过一项名为“群策群力”的策略，韦尔奇寻求并获得了公司每位员工（还有一些公司外部的人）对公司的投人。早在克林顿在美国政界再次宣传社民会议（town meeting）概念之前，通用电气公司就已从有此特定问题的部门获取了意见并付诸实践。这种方式不仅最有可能找到最佳的解决办法，还通过参与建立自信心，通过消除阻碍了提高速度和突破极限的因素（如狭隘主义）保持安全和稳定。

在无边界文化中除了上述实践以外，韦尔奇还教导繁荣的企业要选好领导人。他定义了四种管理者。前两种很容易：第一种既能实现经营目标又能认同公司价值观（而且一直如此）；第二种既不能实现经营目标又背离了公司价值观。第三种是没有实现经营目标但恪守公司价值观。第四种最为狡猾：能够实现短期的经营目标但反对通用公司的价值观。这样的管理者非但没有遵循公司无边界价值观、激励激活员工朝更高的创造力和生产率努力，反而控制、压制、威胁、榨取员工。为了解决第四种情况，韦尔奇在评价管理者时比起实现短期的经营目标来看，更强调公司的价值观，故而这类管理者不会在通用电气出现。

通过加强无边界和提高速度/突破极限的文化，奖励和表彰体系将管理素质与公司的价值观紧紧联系在一起。韦尔奇在职期间，通用电气公司有资格获得认股权的员工从 400 人增至近 30 000 人。在公司大型会议上发言并不是因为职位等级高，而是因为“他们知道的可以被分享、借鉴以及扩展”。

最后，通用电气的“360 度评估反馈”不仅通过上司，还要通过下属和并肩工作的员工来评价管理者。这一评估方式使公司的领导人注重“寻找并奖励确有能力使公司中所有人不断寻求新想法的人”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

文化的果实

通过整合性多元化理念和群策群力的策略，核心经营要素实施的具体结果产生于克罗顿维尔企业管理学院和公司车间。其中最佳的做法为世界各公司竞相效仿，成为了韦尔奇的通用电气的特征。克罗顿维尔企业管理学院是管理思想和商业思想产生的源泉，在几十年间创造出许多伟大的思想，并将之与通用电气和全世界的商务人士分享。

韦尔奇特别提到"群策群力的智力支撑是员工参与、信任、激励自主——这些只不过是老生常谈"。然而他进一步说，通用电气的"差别就在于公司上下每天都恪守着这样的信念"。通用电气把这些观念化为实现战斗胜利的竞争武器，而不仅仅将之"刻在咖啡杯或T恤上"。

根据韦尔奇的描述，克罗顿维尔企业管理学院融合了"对学术的渴求和小型的、迫切发展的公司的行动环境"。通用电气思想文化如此繁荣的原因是其有一套思维模式，这套思维模式与被称为"高速列车思维"(bullet-train thinking)的提高速度、突破极限的核心经营要素紧密联系。"高速列车思维"的说法由横河电机公司CEO提出，意为如果你想要火车的速度每小时增加10公里的话，加大马力；如果你想要翻倍的话，请打破常规的想法，设定更宏伟的目标。

互相学习的文化下的公司往往最终建立了其他的机制，加强了核心经营要素。考虑一下通用电气信奉的、依然显示着提高速度及突破极限的信念的两个重要思想。第一是韦尔奇说的同屋办公制度（co-location），这是"最终的无边界行为"。它意味着推倒壁垒，在一个房间进行各种公司业务。所有的项目参与方都要同时参与，包括设计阶段，包括生产人员、营销人员以及供应商和顾客。第二是快速反应战略（quick response），它可以缩短周期、清除职能部门间的障碍。同屋办公制度大大减少了平均库存，相应增加了库存周转次数。

互相学习的文化有助于实施核心经营要素。需求流动技术（demand

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

flow technology）由通用电气的客户美国标准公司提出，其目的是迅速增加库存周转次数，朝通用电气的目标努力。快速市场智能（quick market intelligence，QMI）是沃尔玛运行机制的一种方法，在该机制的作用下每周都可以得到顾客的反馈，它要求充分利用创造性思维和跨功能型团队，为成本降低扫清障碍。

六西格玛质量标准也许是韦尔奇在通用电气公司倡导的最著名的理念了。它意味着“消除每一件产品的缺陷，使通用电气每天在全世界的生产、交易零缺陷”。这并不是口号，而是一种测量标准：它意味着“在每百万个生产环节或服务流程中，缺陷要少于3.4”。韦尔奇报告说，美国公司牺牲了10%～15%的企业收入，平均值为3或4个西格玛，这几乎是完美品质。

在被创造性地称为黑带大师、黑带、绿带的质量专家的引导下，六西格玛管理详细剖析每一个环节，改善公司主要关注点，如提高客户生产力、减少客户资本支出，提高通用电气公司的“质量、速度和效率”。

1995年发起的六西格玛质量标准像“野火”一般蔓延了通用电气公司，通用电气为之投入上亿美元，并因此获得极大的回报。例如，1997年六西格玛给公司的营业收入增加了30亿美元，1998年增加了75亿美元，1999年增加约20亿美元，影响还在继续。通用电气从前的利润率约为10%，但是在六西格玛的作用下，利润率升到15%～17%，甚至更高。

这实现了韦尔奇长久以来的梦想：建立一种新型的公司，既似大公司般有丰富的资源，又如小公司般有永不满足的胃口。韦尔奇否认通用电气是联合大公司，其模式与之截然不同，只要求公司秉承精力、活力和创造力，在商界中名列一二，在经营中创造思路，并将其向别处推广。

群策群力和无边界推进了六西格玛，创造了互相学习的文化。由此，通用电气公司比其他同规模的公司更迅速地进入电子商务，发展得也更深更广。通用电气从电子商务中获得数十亿美元的收入，但是韦尔奇特别提出，因此带来的变革的意义要更深远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在提到为何网络革命始于小型公司而不是像通用电气这样的资源丰富的大公司时，韦尔奇推测这是一个未解之谜。无论如何，在通用电气，人们不用花太久的时间就可以克服对电子的恐惧，进而将整个公司数字化。韦尔奇说电子商务完全适合通用电气，这项任务完成得比想象的容易得多。

领导力

在建立在提高速度、突破极限、简单化基础上的无边界文化中创造、实施、收获需要领导力。成功的领导的关键是认识到在任何组织机构中人都是最重要的。韦尔奇一再强调这一特征，这也是群策群力的本质、最佳行动的基石、高层管理团队的必要条件。

领导者要始终保持警醒的头脑，他们必须直面现实和结果，必须要避免一味的空想、浪费宝贵时间。同样重要的是，领导者一定要鼓励其团队也要这样做。要想使像通用电气这样庞大的公司拥有小公司的活力，需要“激情、渴望、求变的心、以客为尊，尤其重要的是要迅速而清楚地看清事实并即时对其做出反应”。韦尔奇断言要想实现这一切，领导者需要培养一种文化，在此文化中，一切“都要看员工自己——他们的想法、干劲以及对胜利的激情”。

有效领导者的价值观与其领导的团队的价值观相同。共同的价值观将通用电气的大规模和多样性联系到一起。这些价值观包括：用顾客的满意度来衡量业绩；不断改变自己、改变公司；坦诚地沟通；承认公司既是单一的实体又是不同子公司构成的合体的事实，接受兼顾两者的管理方法。

通用电气的进取精神源于韦尔奇所称的“21世纪商业领袖的独特品牌——通用电气的A类人才”。这样的领导者“有想法，能够将自己的想法清楚地说给员工们听，能够鼓动人、笼络人，使领导者的想法能真正成为员工们的想法”。这样的领导者体现了通用电气领导者的4E特征——活力、激励能力、决断力和执行力。换句话说，他们体现了极大的个人活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力、激励别人的能力、“对麻烦的是非问题做出公正的决定的天性和勇气”、“落实工作任务的能力”。韦尔奇认为，最好的 A 型领导者就像最佳的教练：他们所带的队伍实践着与之相同的价值观。

韦尔奇在集合了大公司与小公司优势的通用电气发展了一种充满创造力的文化——一种消灭了阻碍公司发展的官僚主义的文化。无边界管理快速地驱使人们形成团队。群策群力策略有助于产出、捕捉好的想法。这样的公司文化和管理过程描绘出通用电气公司的特征：恰如其领导者一样，通用电气是一个注重行动的公司。

初露锋芒

沃尔特·迪士尼公司不是仅靠米老鼠一个卡通形象经营下去的，其 CEO 迈克尔·艾斯纳深知这一点。从 1984 年开始接管迪士尼，艾斯纳就像沃尔特·迪士尼——迪士尼公司的创始人一样努力经营迪士尼公司。包括动画片、电影、广播电视、相关书籍和大型主题公园的多产业经营让艾斯纳在这个价值数十亿美元的公司管理中时时保持警醒。

在艾斯纳写给股东的信中，艾斯纳总结了他对管理的一些看法以及使公司在时代变化和经济逆境中仍能够繁荣发展的策略。他对于迪士尼公司一些产业（如动画、电视、欧洲迪士尼乐园和传媒网络）的直接评论显示出信任、创造力和领导力。艾斯纳详述了像迪士尼这样备受公众关注的大公司在经营中遇到的一些特别的问题。

更大的变革

艾斯纳将其全部经营理念概括如下：“只为真正重要的事情召开会议。”情况与韦尔奇的通用电气相似，迪士尼公司的大会为“协作会议”，聚集了公司每一个部门的领导人和高级管理人员，大家共同分享彼此的想法，每一个部门的亮点都可以被其他部门借用。迪士尼公司宣扬协作精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神，所有参与者都希望自己的协作精神以及在协作中表现出来的创造力可以给同事们以深刻的印象，因此他们努力为公司会议做准备，效果惊人。

协作会议体现了迪士尼基于四个目标基础之上的总体战略。第一，增加股东财富，同时以合乎道德的方式履行对迪士尼公司员工的责任。第二，“依靠优异的工作表现提高生产率”，强调“最高的标准产生最好的结果”。第三，“集中精力，继续创造性领导”。第四，“强调质量和创新的战略方向”。

这四个基本目标对于抓住机遇面对变革带来的挑战来说极其必要。艾斯纳说：“变革是增长的引擎，是创造力的源泉。”变革改变了我们的生活，也改变了迪士尼。艾斯纳特别清醒地应对技术变革。常有人宣布一种领先技术的诞生，以及随即带给某个产业的厄运，正如有 500 个频道的电视的诞生带给娱乐产业的压力一样。

艾斯纳欢迎技术变革，他将上述担忧与电视刚刚出现、人们预测电影业的衰退时沃尔特所面临的情况相对比。迪士尼并没有因为电视技术的发展而停止任何业务，相反，电视给迪士尼产品带来新的机遇。对于那些富有创造力又肯努力的人来说，这样的技术变革以及其他方面的变革意味着机遇，而不是淘汰。

当然，在发生棘手的问题的时候，必须要想办法解决，但是如果能够在此之前——在蓬勃的经济时期——将问题解决掉就更好了。艾斯纳这样想，迪士尼也是如此运营的。尽管艾斯纳从不愿用“抗衰退”这个词去描绘当时的迪士尼，但是他在艰难的经济时期，用能力和策略一点一点解决问题确是不争的事实。

在 20 世纪 80 年代一片繁荣的经济环境中，许多公司变得目光短浅，相继走上危险之路，不过，这当然不包括迪士尼公司。它没有做过多的资金投入；没有争取不需要的东西；保持资产负债表干净、公司经营稳健；实现内部增长；培育核心价值观，保护了特别经营权；避开与别的公司结盟，以免损害迪士尼品牌的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然在机会来临的时候，就算是保守的公司也必须要准备充分地把握利用。苏联和东欧的政治变革打开了巨大的新市场。迪士尼通过欧洲迪士尼乐园以及电视节目渗透到了东欧国家。

通过逆境和机遇，艾斯纳细述自己面对的挑战与五六十年前沃尔特·迪士尼所面临的挑战的相似之处。1940 年迪士尼年度报告中列出的挑战与 1990 年列出的挑战存在惊人的相似：诸如战争、工作室扩张、电影生产的扩大、外汇波动和对创新性人才成本的控制。上面的所有挑战 50 年后再次出现，包括很难为投资大众提前预料到的战争。

迪士尼对抗衰退的方法来自于多方面的共同作用，包括强大的品牌效应、保守的财务行为以及严格遵守以内部扩张为主、通过谨慎收购实现的选择性扩张为辅的公司发展方针。当需要保护本国环境下的产品传递的方式途径时，对外扩张不失为一个审慎的选择。对外扩张常通过技术来实现，但是艾斯纳说他绝不会让迪士尼因为技术的原因而投资于技术。

艾斯纳说迪士尼的工作重点一定是其娱乐品牌所涵盖的内容，而不是其传递机制。他认为马歇尔·麦克卢汉的“媒介即讯息”之说已过时了，也许在刚提出时适用，但是此时已非彼时，目前世界上存在着各种各样的传递机制——无数的广播网、独立电视台，以及越来越常见的家庭视频、卫星和互联网。他观察说：“从荷马、莎士比亚时代到现在，重要的从来都是故事的内容和讲故事的技巧，而不是用什么样的媒介。”

即便是这样，艾斯纳仍然雄心勃勃地率领迪士尼涉足互联网。迪士尼主要的产业包括一些最常被访问的网站：娱乐网 Disney. com；体育网 ESPN. com；新闻网 ABC. com。在最初的与领先的技术公司 Starwave 的合作，以及之后与最受欢迎的网络搜索引擎 Infoseek 的合作之后，迪士尼创建了 GoNetwork——用来收集并提供迪士尼各产业信息的门户网站。

魔力和老鼠

艾斯纳解释说在 20 世纪 80 年代初许多人认为动画产业濒临死亡，即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将成为一门失传的艺术。罗伊·迪士尼并不这样认为，他证实说如果处理得当的话，动画产业会充满魔力。正如艾斯纳所说“魔力是迪士尼的精髓”。迪士尼成功地复兴了动画产业，其原因在于它的两部分策略。首先，它成功地将经典剧集搬到新旧舞台上——先在剧院，然后在迪士尼频道和家庭视频。其次，迪士尼开始制作电影动画。迪士尼的尝试引起了轰动，产出很多了不起的电影，如《谁陷害了兔子罗杰?》、《小美人鱼》、《美女与野兽》、《阿拉丁》、《狮子王》和《风中奇缘》。迪士尼在20世纪90年代制作的《泰山》获得了巨大的成功，成为迪士尼动画制作史上第二成功的电影。

这些大片甚至超越了迪士尼的经典角色米老鼠，使迪士尼将公司定位于服务家庭市场上。这使迪士尼免于许多其他商业定位电影公司所面对的经营时好时坏的窘境。电影制造业是高风险的行业：一部电影可能投资数亿，但并不一定有任何回报。因此，多数大的电影公司每年会拍摄十几部甚至更多的电影，希望大卖的影片可以抵偿失败影片的损失（类似于20世纪90年代末、21世纪初的网络公司投机者的方法）。

迪士尼解决一些行业问题的策略是强调成本控制和题材的选择，具体有两种方法。第一，迪士尼强调定位于家庭的品牌认同。这为迪士尼创造了特别的商机，迪士尼经营也不再仅靠漫无目的地碰运气。第二，迪士尼的品牌认同同样赋予其在真人电影和电视业的经营优势，《岳父大人》、《摇篮惊魂》、《修女也疯狂》都为迪士尼赢得了巨大的成功（想想《玩具总动员》、《世界末日》、《马语者》以及《心灵捕手》，迪士尼出品的优秀电影真是不胜枚举）。

电视业要比电影业更艰难，不过迪士尼再次借用其在动画产业上的影响力克服了电视业的巨大挑战。迪士尼频道是迪士尼公司推出动画片的主要阵地，也给予了其在电视业竞争的优势，迪士尼频道的用户数量超过了其他竞争频道的数量。至1995年收购美国广播公司之前，迪士尼公司利用网络推出了数不胜数的成功的影片，包括《美化家庭》、《金色女孩》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及《空巢》。后来借助美国广播公司热播节目“谁想成为百万富翁”而获得巨大收益。艾斯纳说：“（节目）已超过普通的电视节目，步入文化领域。”

如果说魔力是迪士尼的精髓的话，米老鼠就是魔力的具体体现。米老鼠的无敌魅力不由得让艾斯纳想到一个有趣的问题：“米老鼠、迪士尼，究竟是谁成就了谁?”这个问题真的很难回答。从逻辑和时间顺序上看，自然是迪士尼公司先成立，但是米老鼠却是迪士尼公司的真正起点。艾斯纳引用了沃尔特·迪士尼的话：“记住，一切都始于一只老鼠。”从艾斯纳介绍迪士尼如何全力筹划 1992 年米老鼠的 65 岁生日中可知老鼠的神话还在继续。

艾斯纳和迪士尼公司近年来遇到的最大的挑战是欧洲迪士尼乐园的发展。建立主题公园这一雄心勃勃的计划酝酿了好几年。在此期间，艾斯纳表达了高度的希望和极大的乐观。随后的争议让计划一拖再拖，毫无进展，希望渺茫。但是从长远角度考虑，艾斯纳和迪士尼公司一路坚持，促成了欧洲迪士尼乐园的成功开放。艾斯纳承认困境、解释错误的坦诚充分显示了投资人极其重视的可信赖性。

众目睽睽下的管理

欧洲迪士尼乐园承担了很多压力，但是美国文化史上许多公司的计划活动都是如此。公众的关注为迪士尼带来了特殊的管理问题。迪士尼公司一力承担了错误，也因此获得了公众的称赞。在艾斯纳的管理之下，迪士尼经常跻身于世界上最佳娱乐公司、最佳管理以及最赚钱的、财务最稳定的娱乐公司之列。1991 年，迪士尼加入了道琼斯指数，成为了美国（及世界）公司财务状况晴雨表上唯一的娱乐产业代表。

艾斯纳将这些成绩归功于他的整个管理团队，还有他深情地称之为“迪士尼全体演员”的所有员工。艾斯纳传递给迪士尼员工的精神与公民道德和公众精神产生了共鸣。从 1991 年在沃尔特·迪士尼世界 20 周年庆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

典上为艾滋病筹集研究经费，到1997年为洛杉矶的某剧院提供资金支持，再到在全公司范围内实行健全的环境政策，迪士尼一直以公共利益为重。迪士尼是教育事业的主要支持者，曾经将教师在社会中起到的重要作用改成剧本搬上舞台，并在平息1992年洛杉矶暴动中慷慨解囊。

艾斯纳高得离谱的认股权一直是极具争议又很棘手的问题（比如他解雇在迪士尼任职仅14个月的天才级经理人迈克·奥维茨的决定花掉公司几亿美元的遣散费）。如此高的认股权下，有必要彻底审查他及所有经理人的情况。艾斯纳对此不以为然，辩称他在迪士尼的业绩解释了一切。同意他的观点与否，依赖于你的主观判断。一些投资人能够根据仲裁和艾斯纳个人的辩解做出评判；关键是他的解释会告诉你是否可以把资金托付给他。

信任

可口可乐公司是全球最著名的公司之一。当时的可口可乐公司在已故CEO戈伊苏埃塔的领导下始终坚持以下三个要点：创造价值、强化公司商标、着眼未来。这三个要点铸就了可口可乐公司——从当时10多年前戈伊苏埃塔刚刚成为CEO时的40亿美元的公司，到1997年他过世时发展成的1 500亿美元的公司。戈伊苏埃塔热情而明晰的文章，以及一些与他的前得力助手合作的文章，解释了其原因。

先看看当时的一些数字。在1995年和1996年可口可乐连续两年领跑《财富》杂志财富创造者排行榜。在1995年末，其市值为930亿美元，股东财富比前一年增加380亿美元。到1996年年末为止，这一数额已上升至1 310亿美元，又增加了380亿美元。在1976年，可口可乐的财富在上市的美国公司中名列第20位，在1995年跃居第四，在1996年名列第一。1995年和1996年，可口可乐公司股票的总收益率超过40%，而在过去的15年，其复合年均回报率为30%（包括红利再投资）。从1980年至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995 年，可口可乐公司的股票价格以年复利率 24% 的速度增长，股东财富增加近 890 亿美元，相比道琼斯指数增加 12%，相比标准普尔 500 股价指数上涨 11%。可口可乐从 1981 年至 1990 年均总回报（包括红利再投资）为 37%，其中 1986 ~ 1990 年为 34%。

戈伊苏埃塔一再强调如此多的引人注目的成果的原因是销售数量的增加。从 1985 年到 1995 年北美地区以年复合增长率 8.2% 的速度增加，而在美国的增长速度为 4.2%（全行业为 2.7%）。在 1996 年，可口可乐再次刷新纪录，全球销售增加 8%，达到 137 亿箱。可乐销售增加了 4.5 亿箱（1995 年增长 6%），而雪碧增加了 1.38 亿箱（增长 13%，实现第三个连续两年双位数增长）。

股东利益导向和长远打算

戈伊苏埃塔的经营理念是要为永不停歇的发动机加燃料。他将自己看做是股东资金的管理者，始终从股东的利益出发组织公司行动。他说："销售数量的持续增长是创造经济利润的基础。从经验可知，这也是（股东投资）价值增加的关键。"在戈伊苏埃塔的领导下，可口可乐公司重点抓主营业务，采用较长投资期。在长期不懈地创建可口可乐品牌的同时，戈伊苏埃塔也为可口可乐公司树立了另一种形象：一个不懈追求，誓将更多的产品销售给全世界更多顾客的公司。

戈伊苏埃塔相信"产生持续强劲的短期结果的最好方式是要有长远打算"。可口可乐公司在 20 世纪 80 年代和 90 年代的长期目标是在未来的 10 年逐步建立一个"能够保持强劲的盈利增长态势的全球性商用机器"。

品牌创建

建立全球业务的基础是可口可乐的品牌，它"不仅有广泛的吸引力和可及性，还满足了人们渴望焕发活力的基本需要"。要想让人们选择可口可乐，建设品牌是关键。对于戈伊苏埃塔来说，品牌实力不仅仅是将产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推向市场、在市场调研和资产负债表中有着不俗的表现。戈伊苏埃塔用“能够控制溢价的能力”来定义品牌实力。

建设品牌实力不需要耍花招，尽管不乏有企业滥用品牌实力，其产品的价格－价值比使其为市场所排斥。戈伊苏埃塔没有让可口可乐公司犯下这样的错误。他带领公司不断地想办法通过多样化的产品增加品牌实力，“要让产品各具特色”。多年来，可口可乐公司使用 AAA 策略推动品牌建设，即产品的可用性、可购性和可受性。这一方法收效显著，不过在 1995 年，戈伊苏埃塔将 AAA 策略发展为 PPP 策略，也就是：无孔不入的渗透（而不仅仅是可用性）、对顾客的产品价格－价值比（而不仅仅是可购性）和首选性（不仅仅是可受性）。

稳健财务结构

可口可乐公司巨大成功的另一个基础是戈伊苏埃塔采取了稳健的财政政策，典型的范例是 1994 年关于在可口可乐公司实行“财务改革”的决定。注意到可口可乐的财务政策在 80 年代就已趋僵化——“坚硬的外壳极大地限制了公司的活力”——戈伊苏埃塔在 80 年代末采取新的政策，使公司重新焕发活力。

戈伊苏埃塔公布了评价可口可乐公司业绩的新方法。经济利润（后称为经济附加值）而不仅仅是税收或收益的增加，成为了衡量业绩的标准。经济利润基于“税后的营业净利和产生这些利润所需资本投入总成本”。

在新的评价体系下，可口可乐公司放弃了一些经营不佳的项目，而把精力集中在核心的软饮料业务上（同时适当兼顾了作为利润丰厚的食品业补充的可乐瓶装公司）。

可口可乐公司有节制地使用债务来增加股东的投资回报率，通过实施股票回购增加每股收益。可口可乐公司在增加了全年股息以使用现金低成本再投资的同时，降低了股息支付率。它对资金进行再投资，扩建了其全球装瓶网，树立了广泛高效的商业系统。戈伊苏埃塔对其他股东非常清晰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地解释了所有的举措。

基础设施建设

可口可乐公司的部分投资改善了灌装加工和分配系统。投资不仅提高了目前以及未来的产品销售（同时加强了可口可乐和灌装加工的合作伙伴关系），可口可乐随后可以为股东将投资收益以附加利润售出。

戈伊苏埃塔将可口可乐公司在广泛高效的灌装加工和配送系统的投资和发展称为“基础设施建设”，包括继续深化在可口可乐灌装加工和配送系统的投资力度。为了强化这一系统，可口可乐公司使用了从鼓励瓶装公司再投资到直接投资股票并提供管理经验的一系列办法。

通过以上实践，可口可乐公司遍布全球近 200 个国家，带来数十亿的潜在消费者。在 1980 ~ 1994 年间，可口可乐的潜在消费者的数量增加了一倍多。销售量的增长是维持公司价值增长的要素，这解释了可口可乐公司平均资本回报率近 3 倍于资本成本的原因。

为可口可乐公司核心业务全球化发展提供助力的还有地域的多元化。可口可乐公司在诸如美国、德国、日本的蓝筹股市场占据了有利——也许是首要的——位置。它还致力于占据如东欧和印度尼西亚等新的广阔市场。加上可口可乐启动的中国和印度市场，市场的广阔性使公司能够“用现在的力量构筑未来”（基础设施建设是可口可乐公司战胜 1998 年亚洲经济危机的原因之一）。

资源配置

戈伊苏埃塔说，在可口可乐全球经营范围内，主要的挑战是如何将发达市场中的资源以最佳的方式划拨投资给稍欠发达的市场。戈伊苏埃塔在 1995 对一些学生说，可口可乐公司最大的增长潜力在南加州！在匈牙利可口可乐的人均消费量远高于南加州，故而后者更有潜力。

财务改革、基础设施建设以及地域扩张都是为了创建“最好的机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

器”。此外提出了关于建立推动对品牌世界需求的消费市场的补充方案。该补充方案将为“这部机器装配上独特的动力增长引擎”。它要求可口可乐公司推出特色产品——“与众不同、品质更好、更特别”——不断地增加品牌力量。

戈伊苏埃塔忽视周围的一些不同的看法，比如，有人说可口可乐已占据消费者市场的首要位置，无力再改进了；还有人说有许多了不起的公司已遥遥领先。因为人体每天需要至少 1 900 毫升的液体来满足生存的需要，戈伊苏埃塔将可口可乐看做是一扇巨大的机会之窗。

戈伊苏埃塔努力把品牌推向世界各地，与此同时促进了产品销售量在美国、日本、欧洲等发达市场的急剧增长。纵向加深品牌实力，也就是从现有的强有力的市场的角度，而非从新市场的角度，需要将力量投入到产品差异化上去。戈伊苏埃塔表示如果出售不动产的要素是位置、位置、位置的话，那么“销售产品的要点就是差异化、差异化、差异化”。许多人因 1996 年可口可乐看来不可思议的举动大吃一惊：它超出了英国两大主要茶饮料公司的销售总量以及法国主要瓶装水的销售量！

学习型文化

可口可乐公司如此实践多年。戈伊苏埃塔在论著中说明了这一点，借以期待在公司上下创造出一种将上述原则制度化的学习型文化。同通用电气的韦尔奇一样，戈伊苏埃塔致力于向可口可乐公司的各利益相关者学习，包括消费者、客户、合作伙伴、竞争对手，甚至还有一些不相关的企业。例如，戈伊苏埃塔的可口可乐公司的团队有能力找到别人看不到的商机。他派人出去考察，不仅仅考察公司的成绩，更要看公司的不足之处。

戈伊苏埃塔还创造了一个了不起的现实：可口可乐为每一个利益相关者都带来了收益，包括：股东、瓶装公司、客户和最终消费者。戈伊苏埃塔尤其强调可口可乐公司与瓶装公司的关系。纵观全世界，曾经支离破碎的瓶装公司依靠如日本、德国等地的各国市场逐渐强大起来，并取得了绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对的竞争优势。对于客户来说，许多餐厅必须要卖掉三个汉堡才能获得与销售一大瓶可乐一样多的利润。可口可乐公司使客户充分地意识到了这一点。

克服经济逆境

戈伊苏埃塔和他的可口可乐公司克服 20 世纪 90 年代初经济逆境的方法是强调长远打算，且保证当前的谨慎经营。在世界经济萎靡不振时，可口可乐公司合理运筹，通过战略定价和成本控制阻止了业绩的下滑，它采取灵活的营销投资决策，有效地利用其资源。在克服经济逆境的过程中，戈伊苏埃塔、基奥及可口可乐公司的其他高层对关注未来、保障当前的策略使用从未动摇过：可口可乐公司历经风雨屹立不倒的原因是既有“恒常目的”又有“不满足于眼前”、想要改变眼前的欲望。

该策略在面对逆境时无疑是很有效的，同时也证实了这样一句谚语：艰难时刻使强者更强。坚定不移地积极投资于长期增长和企业价值，特别是长期投资，就是可口可乐公司蝉联《财富》杂志“美国最受尊崇的公司”称号的原因。

戈伊苏埃塔不愿浪费精力预测经济的未来，他的长远打算在艰难时世帮助了可口可乐公司。我们无法控制一些外部事件，比如“全球经济走势、货币波动和贬值、自然灾害、政治动乱、社会不安、恶劣天气或捉摸不定的股市”，但是戈伊苏埃塔说他本人及可口可乐公司的其他每一位管理者都能完全控制好自己的行为。

公司的管理者不允许自己为外部环境分心。他们能做的、该做的就是使管理团队无论在何种经济环境下都能集中精力处理能够控制的事情：合理调配资源，为未来发展打下基础。未来并非上天注定，而是“有无穷的机会和可能”。他强调面对未来的不确定性，尤其在艰难的经济环境下，真正需要的是希腊人口中的实用经验——“强迫人适应、教会人时刻做好准备”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实用主义

实用经验也“承认没有什么能完全如计划一般”，重要的是要“务实地适应”新情况。总会发生新情况——变化在所难免。可口可乐公司的商业焦点是如何让公司面对转变。如戈伊苏埃塔所说，很少有大公司如可口可乐公司一般目标明确，或者像可口可乐公司对软饮料的坚持一样坚守固定产品的经营。

戈伊苏埃塔的信函的首要主题是：公司为股东所有。其他所有的主题——通过 AAA 策略和 PPP 策略建设品牌力量、打造与众不同的更好更特别的品牌、审慎理财以及目标明确——都服务于投资人是公司所有人的终极原则。

戈伊苏埃塔对所有员工强调说，可口可乐公司的成功在于“为把资产委托给我们的人创造了价值”。这就是可口可乐公司（还有其他公司）存在的原因。可口可乐和其他公司通过“服务于客户和顾客、创造就业机会、给社会积极的影响、服务公众等方式创造的社会效益只有在我们履行为股东创造价值的使命时才会发生”，戈伊苏埃塔如是说。

在戈伊苏埃塔离世前不久，他为其管理团队引用了德国诗人、剧作家歌德的一句话：“不管你能做什么，或者梦想你能做什么，开始去做吧。胆识将赋予你天赋、能力和神奇的力量。现在就开始去做。”

戈伊苏埃塔相信胆识造就了成长。他向所有可口可乐公司的利益相关者——同事、客户、装瓶公司的合作伙伴、董事会成员，最重要的是其他的股东们——表示了感激，因为他们对于可口可乐公司管理团队创造价值能力的信任和信心。

企业分析中的市场、数字和公司管理仅能够说明一部分问题，实际上，公司赢得的投资人的信赖也是不可忽视的事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论：胜利的文化

有套利倾向的读者可能会遗憾，在最后一章中提到的现代巨人 CEO 们（除了巴菲特之外）包括一个已经逝去的，一个已然宣布退休，而只有最后一个有可能在可预见的未来当权。谁会是下一个当权者？何不指名道姓地点出来？

如果我知道，我也不会说。并不仅仅是想获取多少竞争优势。不，我的缄默正是缘于对本书的顿悟：判断是关键，而我的判断总是会与你的不同。我们的知识能力范围必然不同，我们对过去的诠释不同，我们对未来的预测亦必然如此。若让我来告诉你我心目中谁将是未来的 CEO 明星就会与本书的宗旨相悖。我的选择与你的判断毫不相干。

回顾第 1 章提到的大师们，你会了解，正是他们独立的思想、决绝又深刻的判断力将他们引向成功。我本着一个老师或教授的精神（而不是从一个投资顾问的角度）将这些观点和见解加以总结。我期待着您能将本书的知识作为选择股票的基本根据，成为一个有见识、高水平的投资者（若这点做不到的话，至少能选择那些与杰出投资顾问，如格雷厄姆和巴菲特有着相同投资理念的人作为自己的顾问）。

企业分析投资的基本原理可整合成 3 个分支：财务、会计和管理。财务通常被定义为“资金及其他财产的管理科学”。若你认同财务是一部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科学和一部分艺术的组合体的话，这个定义就是如此。行为经济学可能更应该被称为社会科学，该领域综合了多个学科，包括心理学、统计学、历史和社会学。它对财务的处理方法最有效，因为它承认智力投资是第一分支：格雷厄姆的基本观点即价格与价值完全是两回事。

价值的含义和度量是第二分支，它追求的是对会计领域基本理念的理解需求。长期以来，会计被看成是企业的语言，且经理人在应用会计原理时所需的慎重要求聪明的投资人成为该语言的翻译家。这种慎重被滥用的时候，我们支持那些认为会计是一种心境的人要比支持把会计看做是艺术或科学的人更安全。决算时的顺畅会给你巨大的投资空间，而会话型会计将会使你置身于较高层次的投资级别。

由于市场价格和决算数字对于公司和最终的投资决策来说非常脆弱和不堪重负，因此第三分支就是指管理的可信赖性。中规中矩的、过度的宏观管理原则在此时就起不了太大作用。你所需要的是那种可以开心地托付资产给他的人。鉴别出他们可全是门艺术了。

在股票市场这个大森林中，寻找这三大分支吧。它们将使你避开所谓的疑问文化，并在胜利文化中茁壮成长，这是一种受到格雷厄姆和巴菲特理念滋养的价值导向的投资文化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

本书的主要观点承袭自本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特的思想轨迹。我固然与格雷厄姆先生无缘一见，但身为后来者，我必须向他致深深的谢意。至于巴菲特先生，我有幸与他相识，从他的著作、言论和谈话中，我汲取了大量知识和见解。尽管本书意在尽量忠实地阐释两位前辈所确立的原理，但他们并不对这些内容负有任何责任，对本书的观点，他们甚至有着不同的意见。

我还要再次感谢巴菲特先生。在他的应允下，我整理了他写给伯克希尔·哈撒韦公司股东们的信，汇集《巴菲特致股东的信——股份公司教程》一书。哈撒韦公司副主席查尔斯·芒格参加了我组织的专题讨论会，对该书做了详尽的分析。还要谢谢此书的热心读者，尤其是大胆采用它作为课堂教材的大学和商学院教授们。好些学生通过这一渠道读过此书，告诉我它有多么可贵。在他们的鼓励下，我才有了撰写本书的动力。

鼓励我完成本书的还包括我在摩根士丹利的朋友们，以大卫·德斯特和约翰·施奈德为首；戴维斯精选顾问公司的克里斯·戴维斯和金玛丽·扎莫特；爱德华 D. 琼斯金融服务公司；还有其他公司许许多多采用投资分析法的从业人员。

从受训资历和职业习惯上看，我是个企业律师；但即便我的学生们也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道，合格的企业律师不仅（也并不主要）需要掌握法律知识，也要懂包括财务、会计和管理在内的商业知识。这一哲学观的形成，要多谢我在Cravath，Swaine & Moore律师事务所的朋友们、前同事们，以及事务所的客户们。

不是所有的法律工作者都意识到了法律与商业的日渐交叉。卡多佐法学院的同事们无疑很有前瞻眼光，他们非常支持我在财务、会计和管理等看似与法律不相干的领域开展的研究和写作工作。这些同事中，我尤其感谢门罗·普瑞斯，是他通过自己和巴菲特共同的朋友鲍勃·登汉姆，把我介绍给了股神。我还要特别感谢系主任保罗·维库尔和迈克尔·赫兹，是他们允许我休年假，专心撰写本书。

我个人得以拥有横跨上述学科的能力，有赖萨缪尔和罗妮·海曼夫妇的大力帮助。他们俩都是律师（尽管并未执业），也是才华横溢的商业人士、投资家和慈善家。他们慷慨捐建了卡多佐法学院萨缪尔和罗妮企业管理中心，这是一个由我本人指导的项目，旨在开拓上述学科的教学、研究和政策。

我还想感谢我的老师们，尤其是现任亚利桑那大学法学院教授的艾略特·维斯。很早以前，他就要我多关注格雷厄姆和巴菲特的观点，并慷慨地与我分享他的知识财富。此外，多谢维斯教授、乔治城大学法学中心的杰弗里 D. 鲍曼教授，以及本书出版商允许我使用我们共同编著的一本教科书的部分素材。此外，我还从我写的另一本教材《财会财务基础——律师用》摘选了部分资料，这里，再次感谢出版商的授权。

我向麦格劳－希尔公司的整个团队表示衷心的感谢，谢谢他们的信任、热情和指导，尤其是肯利·克里斯蒂森、杰弗里·卡拉姆斯和斯科特·艾莫曼。

最后，谢谢我亲爱的妻子乔安娜，她不辞辛劳地对本书手稿做了细致的编辑和修正，并一路给我支持和鼓励。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注　　释

第1章

1. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1st ed. 1949; 4th rev. ed. Harper & Row, 1973), 108.
2. Fred Schwed, Jr., *Where Are the Customers' Yachts?* (1st ed. 1940; rev. ed. John Wiley & Sons, 1995), 6–7.
3. *The New York Stock Exchange Fact Book* (New York, 1999), http://www.nyse.com; Gretchen Morgenson, "Investing's Longtime Best Bet Is Being Trampled by the Bulls," *The New York Times*, January 15, 2000.
4. Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms (the Brady Report), 1988.
5. Greg Ip, "Market on a High Wire," *The Wall Street Journal*, January 18, 2000.
6. Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street* (1st ed. 1973; 7th rev. ed. W. W. Norton, 1999), 57–61.
7. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 72.
8. Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (Princeton University Press, 2000), 118–132, catalogs and evaluates the 25 top bursts and busts on global stock exchanges during one- and five-year periods from the 1960s through the 1990s.
9. Joseph de la Vega, *Confusión de Confusiones* (1st ed. 1688; rev. ed. John Wiley & Sons, 1996), 159–165 (the selected quotation condenses original material without indicating omissions).
10. Malkiel, *Random Walk*, 185.
11. Buffett and Cunningham, *Essays*, 63, 84. The price per share was $5.63, aggregating $100 million, compared to a value of $400 to $500 million.
12. Graham, *Intelligent Investor,* 289 (footnote omitted).

第2章

1. For additional analysis and sources, consult Lawrence A. Cunningham, "From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis," *The George Washington University Law Review*, vol. 62 (1994), on which this chapter is based.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. Louis Bachelier, "Theory of Speculation," reprinted in *The Random Character of Stock Market Prices*, Paul H. Cootner, ed. (rev. ed. MIT Press, 1964).
3. Eugene F. Fama, "The Behavior of Stock Market Prices," *Journal of Business*, vol. 38 (1965).
4. Sidney S. Alexander, "Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks?" *Industry Management Review*, May 1961.
5. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Ist ed. 1949; 4th rev. ed. Harper & Row, 1973), 133.
6. Paul A. Samuelson, "Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly," *Industry Management Review*, Spring 1965.
7. Milton Friedman, "The Methodology of Positive Economics," in *Essays in Positive Economics* (University of Chicago Press, 1953).
8. Andrew Lo and A. Craig MacKinlay, *A Non-Random Walk Down Wall Street* (Princeton University Press, 1999).
9. Eugene A. Fama, "Efficient Capital Markets: II," *Journal of Finance*, vol. 46 (1991).
10. James Tobin, "On the Efficiency of the Financial System," *Lloyds Bank Review*, July 1984.
11. William F. Sharpe, *Portfolio Theory and Capital Markets* (McGraw-Hill, 1970); Kenneth J. Arrow, "Risk Perception in Psychology and Economics," *Economic Inquiry*, vol. 20 (1982).
12. Lawrence H. Summers, "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?" *Journal of Finance*, vol. 41 (1986).
13. Fischer Black, "Noise," *Journal of Finance*, vol. 41 (1986).
14. Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford University Press, 2000).
15. Harry M. Markowitz, *Portfolio Diversification: Efficient Diversification of Investments* (John Wiley & Sons, 1959).
16. Sharpe, *Portfolio Theory and Capital Markets*.
17. Andrei Shleifer, "Do Demand Curves for Stocks Slope Down?" *Journal of Finance*, vol. 41 (1986).
18. Francis Fukuyama, *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity* (Free Press, 1995).
19. Graham, *Intelligent Investor*, 61, n. 2.
20. Lawrence A. Cunningham, ed., "Conversations from the Buffett Symposium," *Cardozo Law Review*, vol. 19 (Sept.–Nov. 1997), 812.

第3章

1. For additional analysis and sources, consult Lawrence A. Cunningham, "From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis," *The George Washington University Law Review*, vol. 62 (1994), on which this chapter is based.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. H. E. Hurst, "Long-Term Storage Capacities of Reservoirs," *Transactions of the American Society of Civil Engineers*, vol. 116 (1951).
3. Edgar E. Peters, *Chaos and Order in the Capital Markets* (John Wiley & Sons, 1991); Edgar E. Peters, *Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment and Economics* (John Wiley & Sons, 1994).
4. Henri Poincaré, *Science and Method* (1st ed. 1908; rev. ed. Dover Press, 1952).
5. Edward Lorenz, "Deterministic Nonperiodic Flow," *Journal of Atmospheric Sciences*, vol. 20 (1963); Edward Lorenz, *Nonlinear Dynamical Economics and Chaotic Motion* (Springer-Verlag, 1989).
6. Alan Wolf, "Chaos in the Stadium," *Algorithm*, April 1992.
7. These figures were prepared by Alan Wolf.
8. Alan Wolf, et al., "Determining Lyapunov Exponents from Time Series," *Physica*, vol. 16D (1985).
9. Benoit B. Mandelbrot, *The Fractal Geometry of Nature* (W. H. Freeman, 1988); Benoit B. Mandelbrot, ed., *Fractals and Scaling in Finance: Discontinuity, Concentration, Risk* (Springer-Verlag, 1997).
10. Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford University Press, 2000), 121–22.
11. John Y. Campbell and Robert J. Shiller, "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors," *Review of Financial Studies*, vol. 1 (1998); John Y. Campbell and John Ammer, "What Moves Stock and Bond Markets: A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns," *Journal of Finance*, vol. 48 (1993).
12. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 72.
13. Warren E. Buffett, "The Superinvestors of Graham and Doddsville," *Hermes* (Columbia Business School), Fall 1984.
14. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1st. ed. 1949; rev. ed Harper & Row, 1973), 36–37.
15. Ibid.

第 4 章

1. Alex Berenson, "On Hair-Trigger Wall Street, A Stock Plunges on Fake News," *The New York Times*, August 26, 2000.
2. Susan E. Hurd and Jonathan M. Winer, "On-Line Securities Fraud Under Scrutiny," *The New York Law Journal*, February 22, 2000.
3. Professor Howard M. Friedman of the University of Toledo Law School furnished testimony providing some of these examples before the Permanent Investigations Subcommittee of the Senate Governmental Affairs Committee on March 22, 1999.
4. *SEC v. Francis Tribble & Sloane Fitzgerald*, SEC Litigation Release No. 15959, October 27, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. *SEC v. Remington-Hall Capital Corp. & Douglas T. Fonteno*, SEC Litigation Release No. 15943, October 22, 1998.
6. Alex Berenson, "Two Accused of Using E-Mail to Commit Stock Fraud," *The New York Times*, February 25, 2000.
7. Jeffrey Keegan, "Regulators Step Up Fight against Internet Fraud," *Investment Dealers Digest*, August 7, 1998.
8. Philip L. Carret, *The Art of Speculation* (1st ed. 1930; rev. ed. Fraser, 1984).
9. Edwin LeFèvre, *Reminiscences of a Stock Operator* (1st ed. 1923; rev. ed. John Wiley & Sons, 1994).
10. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1st ed. 1949; 4th rev. ed. Harper & Row, 1973), 142.
11. Leslie Eaton, "Internet Investing: Spotlight on Risk," *International Herald Tribune*, December 6, 1996.
12. *SEC v. Aziz-Golshani*, No. 99–13139 (CBM) (Federal Central District of California, December 15, 1999); Rebecca Buckman and Michael Schroeder, "Web Postings Draw Charges of Stock Fraud," *The Wall Street Journal*, December 16, 1999; Gretchen Morgenson, "Internet's Role Is Implicated in Stock Fraud," *The New York Times*, December 16, 1999.
13. SEC Litigation Release No. 16399 (January 5, 2000) (reporting on *SEC v. Yun Soo Oh Park*, Federal Northern District of Illinois, Case No. 00C 0049); Jennifer Friedlin, "The SEC Files Civil Fraud Charges against Tokyo Joe," *TheStreet.com & NYTimes.com*, January 2000; John C. Coffee, Jr., "Tokyo Joe and the First Amendment," *The New York Law Journal*, January 20, 2000.
14. "Net Damage: PairGain Hoax Revealed," *Investor Relations Business*, April 26, 1999; Associated Press, "PairGain Worker Sentenced in Fraud Case," *The New York Times*, August 31, 1999.
15. Alex Berenson, "S.E.C. Reaches Settlement in Web-Based 'Pump and Dump' Case," *The New York Times*, March 3, 2000; Michael Schroeder, "Georgetown Students Draw Web Investors—and an SEC Bust," *The Wall Street Journal*, March 3, 2000.
16. William M. Bulkeley, "Presstek Suit Alleges Short Sellers Posted False Statements On-Line," *The Wall Street Journal*, September 18, 1997.
17. Gretchen Morgenson, "S.E.C. Says Teenager Had After-School Hobby: Online Stock Fraud," *The New York Times*, September 21, 2000.
18. Lawrence Harris, "Volatility, Portfolio Insurance, and the Role of Specialists and Market Makers," *Cornell Law Review*, vol. 74 (1989), provided part of the foundation for the following discussion.
19. Michael Schroeder and Randall Smith, "Sweeping Changes in Market Structure Sought: Major Firms Propose Central Order System and Single Regulator," *The Wall Street Journal*, February 29, 2000; Alex Berenson, "Top Wall St. Executives Urge Trading Overhaul," *The New York Times*, March 1, 2000.
20. Michael Schroeder, "NASD, NYSE Discussed Merging to Keep Up With Market Changes," *The Wall Street Journal*, March 3, 2000; Greg Ip and Randall

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Smith, "Instinet, Datek Recently Held Merger Talks," *The Wall Street Journal*, March 3, 2000.

21. Thomas Kalinke, "Sleepless in New York: Evening Hours at the Exchange," *Financial History*, vol. 69 (Spring 2000).
22. Rebecca Buckman, "Heavy Losses: The Rise and Collapse of a Day Trader," *The Wall Street Journal*, February 28, 2000.
23. Senate Governmental Affairs Committee, Permanent Subcommittee on Investigations, February 25, 2000; Bloomberg News, "Day Trading's Risks and Pressures Are Described to a Senate Panel," *The New York Times*, February 25, 2000.
24. Gerald M. Loeb, *The Battle for Investment Survival* (1st ed. 1935; rev. ed. John Wiley & Sons, 1996).
25. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffet: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 90.
26. Edward Wyatt, "Day Traders Are Formidable Market Force," *The New York Times*, April 14, 1999.
27. The Charles Schwab Corporation, 1999 Annual Report, 41–42; Patrick McGeehan, "Profit Up at Citigroup, Merrill and Schwab," *The New York Times*, April 18, 2000.
28. Patrick McGeehan, "The Unmutual Fund," *The New York Times*, May 18, 2000.

第5章

1. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1st ed. 1949; 4th rev. ed. Harper & Row, 1973), 110.
2. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 120, 122, 134.
3. Ibid., 110.
4. John C. Bogle, *Common Sense on Mutual Funds* (John Wiley & Sons, 1999).
5. Gerald M. Loeb, *The Battle for Investment Survival* (1st ed. 1935; rev. ed. John Wiley & Sons, 1996).
6. Buffett and Cunningham, *Essays*, 79; Graham, *Intelligent Investor*, 54, 282–283.
7. Gretchen Morgenson, "Buying on Margin Becomes a Habit," *The New York Times*, March 24, 2000.
8. Gretchen Morgenson, "Stock-Trading Cheerleader Now Faces $45 Million Debt," *The New York Times*, April 19, 2000.
9. Nick Leeson, *Rogue Trader* (Warner, 1997).
10. Graham, *Intelligent Investor*, 228–231.
11. Buffett and Cunningham, *Essays*, 57.
12. Charles T. Munger, "A Lesson on Elementary, Worldly Wisdom As It Relates to Investment Management and Business," *Outstanding Investor Digest*, vol. X (May 5, 1995).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13. Edwin LeFèvre, *Reminiscences of a Stock Operator* (1st ed. 1923; rev. ed. John Wiley & Sons, 1994).
14. Graham, *Intelligent Investor,* 245.
15. Ibid., 124–125
16. Bill Spindle, "Been There? Euphoric '80s in Japan Ended in Long Slide," *The Wall Street Journal*, January 18, 2000.
17. Steve Liesman and Jacob M. Schlesinger, "Blunted Spike: The Price of Oil Has Doubled This Year; So, Where's the Recession?" *The Wall Street Journal*, December 15, 1999; Joseph Kahn, "Surge in Oil Prices Is Raising Specter of Inflation Spike," *The New York Times*, February 21, 2000.
18. Graham, *Intelligent Investor,* 162.
19. Gretchen Morgenson, "Investing's Longtime Best Bet Is Being Trampled by the Bulls," *The New York Times*, January 15, 2000.

第6章

1. Donald Schwartz, late professor at the Georgetown University Law Center, prepared the original version of this parable, rewritten for publication here and previously appearing in other forms in Lawrence A. Cunningham, *Introductory Accounting and Finance for Lawyers* (West Group, 2d ed., 1999) and Lewis D. Solomon, et al., *Corporations Law and Policy* (West Group 4th ed., 1998).
2. Carol Loomis, "Mr. Buffett on the Stock Market," *Fortune*, November 22, 1999.
3. Charles T. Munger, author of "A Lesson on Elementary, Worldly Wisdom As It Relates to Investment Management and Business," *Outstanding Investor Digest*, vol. X (May 5, 1995), furnished this example.
4. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 71.

第7章

1. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1st ed. 1949; 4th rev. ed. Harper & Row, 1973), 63.
2. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 92–93.
3. Benjamin Graham, *The Interpretation of Financial Statements* (1st ed. 1937; rev. ed. Harper Business, 1998), 77.
4. Buffett and Cunningham, *Essays*, 208.
5. Ibid., 91–92.
6. Adrian J. Slywotzky and David J. Morrison, authors of *Profit Patterns* (Times Business, 1999), identify and discuss the patterns described in the accompanying text.
7. Bill Miller, "Amazon.com's Allure," *Barron's*, November 15, 1999.
8. Buffett and Cunningham, *Essays*, 96–97.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. Graham, *Intelligent Investor*, 286.
10. Buffett and Cunningham, *Essays*, 99.
11. The psychology literature calls the resistance bias a "principle of conservatism" and the pattern-seeking bias a "representativeness heuristic." Both labels seem not only unwieldy but imprecise when adapted for thinking about investor behavior. Nevertheless, investment theorists cling to these terms in arguing that these cognitive biases play a role in explaining market inefficiencies. For an example, consider Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford University Press, 2000).
12. Buffett and Cunningham, *Essays*, 87.
13. Ibid., 53.

第8章

1. Leopold A. Bernstein and John J. Wild, *Analysis of Financial Statements* (5th ed. McGraw-Hill, 2000), 102–03.
2. Benjamin Graham, *The Interpretation of Financial Statements* (1st ed. 1937; rev. ed. Harper Business, 1998), 32.
3. For more, consult ibid. or Lawrence A. Cunningham, *Introductory Accounting and Finance for Lawyers* (West Group, 2nd ed., 1999), on which this and the next chapter draw (the title is intended to show that it is for the nonaccountant; it is not exclusively for lawyers).

第9章

1. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1st ed. 1949; 4th rev. ed. Harper & Row, 1973), 277.
2. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 101. Note also Subrata N. Chakravarty, "Three Little Words," *Forbes*, April 6, 1998.
3. Buffett and Cunningham, *Essays*, 187.
4. The per share figures throughout this chapter do not take into account any stock splits occurring in 2000 or beyond.
5. Graham, *Intelligent Investor*, 14–15.
6. Michael Metz and David Kerdell, "Graham and Dodd Revisited," *Portfolio Strategy* (CIBC Oppenheimer, December 11, 1998).
7. Benjamin Graham, *The Interpretation of Financial Statements* (1st ed. 1937; rev. ed. Harper Business, 1998), 15, 23.
8. Ibid., 49.
9. Ibid., 48–49.
10. Philip L. Carret, *The Art of Speculation* (1st ed. 1930; rev. ed. Fraser, 1984).
11. Graham, *Intelligent Investor*, 277–282.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12. John Burr Williams, *The Theory of Investment Value* (1st ed. 1938; rev. ed. Fraser, 1997).
13. Robert Shiller, *Irrational Exuberance* (Princeton University Press, 2000) (noting the studies referred to and reporting on others done directly that show slightly lower expected returns), 52–55; Graham, *Intelligent Investor*, 122.
14. Buffett and Cunningham, *Essays*, 85.
15. Stern Stewart, the firm that trademarked the term "economic value added," publishes volumes of material on the concept, including G. Bennett Stewart III, "EVA™: Fact and Fantasy," *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7 (1994).
16. The Coca-Cola Company defines "economic value added" in a glossary in its annual report as year-to-year growth in after-tax operating income in excess of a varying estimated charge for average operating capital employed.
17. Graham, *Interpretation*, 75–76.

第10章

1. David Burgstahler and Ilia Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24 (1997).
2. Michael Schroeder, "SEC to Adopt Disclosure Rules for Companies," *The Wall Street Journal*, December 16, 1999.
3. *New York Stock Exchange Listed Company Manual*, Section 303.01, Audit Committees (available from http://www.nyse.com/listed). Big accounting firms used these rules and recommendations to formulate statements of audit committee standards. For example, see PriceWaterhouseCoopers, *Audit Committees: Best Practices for Protecting Shareholder Interests* (1999); KMPG, *Shaping the Audit Committee Agenda* (1999).
4. Graham's lampooning appears in Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons For Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 159–65. Briloff's work includes *More Debits Than Credits* (Harper & Row, 1976) and *Unaccountable Accounting* (Harper & Row, 1972).
5. Some of these charade discussions are adapted from Lawrence A. Cunningham, *Introductory Accounting and Finance for Lawyers* (West Group, 2nd ed., 1999).
6. Buffett and Cunningham, *Essays*, 193.
7. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1st ed. 1949; 4th rev. ed. Harper & Row, 1973), 167.

第11章

1. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1st ed. 1949; 4th rev. ed. Harper & Row, 1973), 155.
2. Ibid., 286.
3. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett:*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Lessons for Corporate America (The Cunningham Group, 1997), 147.

4. For additional analysis and sources, consult Lawrence A. Cunningham, "Commonalities and Prescriptions in the Vertical Dimension of Global Corporate Governance," *Cornell Law Review*, vol. 84 (1999), on which this and the following chapters draw.
5. Graham, *Intelligent Investor*, 270.
6. *AMP, Inc. v. Allied-Signal, Inc.*, 1998 US District LEXIS 15617 (Federal Eastern District of Pennsylvania, October 8, 1998), reversed on other grounds by the Federal Third Circuit Court of Appeals, 168 Federal Reporter 3d 649 (January 20, 1999).
7. Buffett and Cunningham, *Essays*, 47.

第12章

1. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 138.
2. Ibid., 86–87, 96.
3. Roberta Romano, "Corporate Law and Corporate Governance," *Industrial and Corporate Change*, vol. 5 (1996); Sanjai Bhagat and Bernard Black, "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance," *Business Lawyer*, vol. 54 (1999).
4. Buffett and Cunningham, *Essays*, 40.
5. James A. Brickley, Jeffrey L. Coles, and Gregg Jarrell, "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board," *Journal of Corporate Finance*, vol. 3 (1997).
6. Ira M. Millstein and Paul W. MacAvoy, "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation," *Columbia University Law Review*, vol. 98 (1998).
7. Buffett and Cunningham, *Essays*, 47–54.
8. Investor Responsibility Research Center (press release), "Investors, CEOs, Split on Best Governance Practices for Dot-Com Companies," January 26, 2000.
9. SEC Rule 14a-8 under the Federal Securities Exchange Act of 1934.
10. Benjamin Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street* (McGraw-Hill, 1996; posthumous publication, Seymour Chatman, ed.), 201–212. The company was Northern Pipeline, and the year was 1928 (Graham was 34 years old). Ibid., 320.
11. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1st ed. 1949; 4th rev. ed. Harper and Row, 1973), 270.

第13章

1. Joseph Kahn, "AMP Rejects Allied Signal's Takeover Bid of $10 Billion," *The New York Times*, August 22, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. John A. Byrnes, "The Blame When the Boss Fails," *Business Week*, December 27, 1999.
3. Consult Kevin Murphy, "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7 (1985), and Hamid Mehran, "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, vol. 38 (1995).
4. Ben & Jerry's Homemade, Inc., 1992 Annual Report (5:1 ratio raised in 1990 to 7:1); Ben & Jerry's Homemade, Inc., 1998 Annual Report (16:1 ratio at its "historical high" and would be higher if "the present value of unexercised stock options were included").
5. Lee Gomes, "McAfee.com to Make Long-Awaited IPO," *The Wall Street Journal*, December 2, 1999.
6. Haig Simonian and Nikki Tait, "U.S. Executives Earn Much More," *The Financial Times* (London), August 3, 1998.
7. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 54–55.
8. "Accounting for Stock-Based Compensation," *Statement of Financial Accounting Standards No. 123* (Financial Accounting Standards Board, 1995).
9. Gretchen Morgenson, "Investors May Now Eye Costs of Stock Options," *The New York Times*, August 29, 2000 (reporting studies performed by Pat McConnell of Bear Stearns); Manitou Investment Management Ltd., *The Long View: The Amazing Stock Option Bubble* (October 1999) (reporting studies performed by the British research firm Smithers and the U.S. investment banking firm Sanford Bernstein).
10. David Leonhardt, "In the Options Age, Rising Pay (and Risk): Will Today's Huge Rewards Devour Tomorrow's Earnings?" *The New York Times*, April 2, 2000.
11. Buffett and Cunningham, *Essays*, 58.
12. Reuters, "Study Says Mergers Often Don't Aid Investors," *The New York Times*, December 1, 1999.
13. Buffett and Cunningham, *Essays*, 143.
14. Mattell, Inc., SEC Form 8-K (filed July 22, 1999).
15. Mattell, Inc., SEC Form 8-K (filed October 22, 1999).
16. Buffett and Cunningham, *Essays*, 123–127.
17. Beginning in 1999, the author helped direct a project on firm structures for the Independence Standards Board, and his views expressed here do not necessarily represent those of that project or of the board.
18. Buffett and Cunningham, *Essays*, 168.

第14章

1. David Gladstone, *Venture Capital Handbook* (Prentice-Hall, 1988), 101–104.
2. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* (The Cunningham Group, 1997), 36

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(this is one of Berkshire Hathaway's famous "Owner Related Business Principles").

3. This discussion draws on the annual letters of John F. (Jack) Welch to General Electric Co. shareholders from 1985 through 2000. Some of them were coauthored with other GE executives.
4. This discussion draws on the annual letters of Michael D. (Mike) Eisner to Walt Disney Co. shareholders from 1988 through 2000.
5. This discussion draws on the annual letters of Roberto C. Goizueta to Coca-Cola Co. shareholders from 1985 through 1996, plus an article enclosed with one of them by Mr. Goizueta called "The Emerging Post-Conglomerate Era: Changing the Shape of Corporate America," *Leaders*, April–June 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 [illegible] 客服 [illegible] 期货开户 [illegible] www.7help.net

深入解析格雷厄姆的理念与巴菲特的操作

解释价值投资理念的精髓

“本书面世非常及时，它劝告投资者放弃当前流行的投机式方法，而转向以财务、会计和管理为基础进行企业分析的价值投资方法。作者提醒我们，‘收益和现金流是企业价值的基础’——这是实现股权投资长期成功的金玉良言。”

——约翰 C. 博格（John C. Bogle）
美国先锋集团创办人兼前主席

“坎宁安高明地解决了位于当今市场中心的关键主题。本书把基本的常识带回了投资行业，如欲实践特立独行的投资，本书必不可少。在市场多变、观念相互抵触的时代，要想寻找洞见和指引，请看本书。”

——艾伦·格林伯格（Alan Greenberg）
前贝尔斯登公司主席

“想成为成功投资者的人，都应该好好读一读本书，它以通俗易懂、极具洞见的方式，列举了格雷厄姆、巴菲特、费希尔等人的重要投资原则。”

——戴维·戈茨曼（David Gottesman）
第一曼哈顿咨询公司主席

How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett

“绝对及时。坎宁安为那些意识到自己对互联网股票交易一窍不通的股票玩家提供了绝处逢生的工具：一本通往深思熟虑式投资的指南。他向热切的投资者展示如何从喜怒无常的市场先生那里赚钱。”

——大卫·亨利
《商业周刊》金融版编辑

McGraw-Hill 全球智慧中文化
http://www.mheducation.com





丛书微博：http://t.sina.com.cn/hzclassic

客服热线：
(010) 88379210, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com

收藏性：★★★★★
实战性：★★★☆☆
专业性：★★★☆☆

阅读提示
入门 进阶 专业

上架指导：投资 证券 股票
ISBN 978-7-111-32872-8



定价：38.00元